

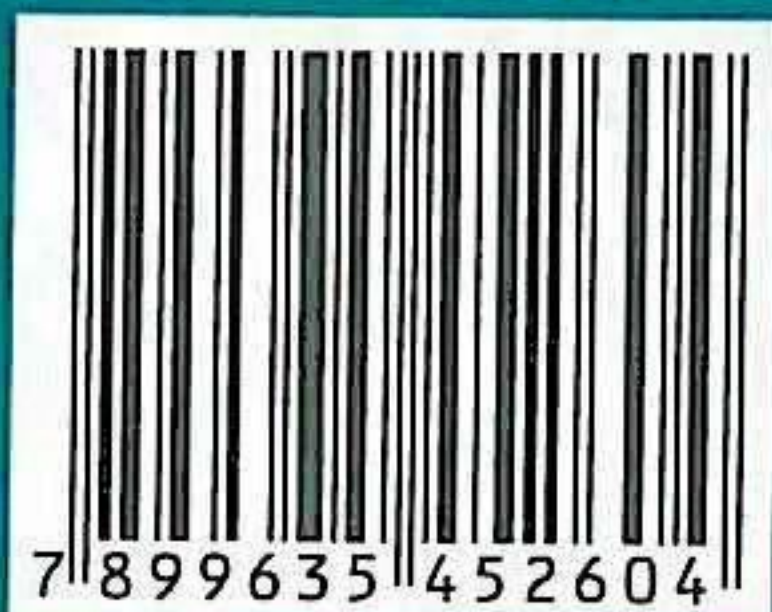
Szakértők és külföldi sajtóvélemények szerint a könyv a kilencvenes évek egyik legjobb pénzügyi befektetésekkel foglalkozó munkája. Szerzője a mai pénzvilág egyik legismertebb és legsikeresebb befektetőjének, Warren Buffett-nak, a gyakorlatban már kipróbált és kiváló eredményekkel kecsegtető befektetési stratégiájával ismerteti meg az olvasót.

A fókuszált befektetési stratégiának nevezett eljárás azon az elven alapul, hogy a részvénytulajdonosok befektetéseik utáni jövedelme végső soron a kiválasztott néhány fókusz-vállalat működési és pénzügyi eredményességétől függ. A portfólió összeállításakor tehát célszerű az ilyen cégekre koncentrálni, és papírjaikat – a rövid távú piaci árjelzésektől függetlenül – viszonylag hosszú ideig megtartani.

A szerző gyakorló befektetők tapasztalatait, kiváló elméleti szakemberek véleményét összegezve, komoly intellektuális háttér birtokában vezeti be olvasóit az eljárási technikákba, és mutatja be, hogyan rendezhetők a meglevő részvények akár kiugró jövedelmet eredményező portfólióba. Az eljárás nemcsak profi befektetők, tanácsadók és elemzők, hanem olyan magánszemélyek számára is érdekes lehet, akik elég bátrak ahhoz, hogy saját maguk döntsenek befektetéseikről.

3600 Ft

ISBN 963 545 260 8



ROBERT G. HAGSTROM WARREN BUFFETT PORTFÓLIÓ

# Warren Buffett portfólió

ROBERT G. HAGSTROM

A FOKUSZÁLT BEFEKTETÉSI  
STRATÉGIA KÉZIKÖNYVE



*Bob és Ruth Hagstromnak,  
akik szeretetükkel, türelmükkel és támogatásukkal  
lehetővé tették, hogy fiuk megtalálja a maga útját.*

# WARREN BUFFETT- PORTFÓLIÓ

---

ROBERT G. HAGSTROM

---

## A FOKUSZÁLT BEFEKTETÉSI STRATÉGIA KÉZIKÖNYVE

PANEM KIADÓ – JOHN WILEY & SONS

PANEM  
MODERN  
GAZDASÁGI  
ISMERETEK



*Az eredeti mű címe:*

The Warren Buffett Portfolio.

Mastering the Power of the Focus Investment Strategy

Copyright © 1999 by Robert G. Hangstrom. All rights reserved.

Authorized translation from the English language edition published  
by John Wiley & Sons, Inc., New York, Chichester, Weinheim,  
Brisbane, Singapore, Toronto.

© Hungarian translation

John Wiley & Sons Inc. – Panem Könyvkiadó Kft.,  
Budapest, 2000

ISBN 963 545 260 8

A kiadásért felel a Panem Könyvkiadó Kft. ügyvezetője  
Budapest, 2000

*Fordította:* Barna Gergő

*A fordítást az eredetivel egybevetette és lektorálta:*  
Szatmári Alexandra

*A szerkesztésért felel:* Fogarasi Judit

*Tipográfia és kötéstervezés:* Király Ildikó  
*Nyomdai előkészítés:* Király & Társai Kkt.

A Panem könyvek megrendelhetők az  
(1) 340-1515 hívószámú telefonon, illetve az  
1385 Budapest, Pf. 809 levélcímen.  
e-mail: panem@panem.hu  
www.panem.hu

Minden jog fenntartva! Jelen könyvet, illetve annak részeit tilos reprodukálni, adatrögzítő rendszerben tárolni, bármilyen formában vagy eszközzel – elektronikus úton vagy más módon – közölni a kiadók engedélye nélkül.

## Tartalom

Előszó 7

Első fejezet  
**Fokuszált befektetés 11**

Második fejezet  
**A modern pénzügy főpapjai 29**

Harmadik fejezet  
**Buffett-falva szuperbefektetői 45**

Negyedik fejezet  
**Egy alkalmasabb módszer a teljesítmény mérésére 71**

Ötödik fejezet  
**A Warren Buffett-féle szerszámostáska 91**

Hatodik fejezet  
**A befektetés matematikája 115**

Hetedik fejezet  
**A befektetés pszichológiája 145**

Nyolcadik fejezet  
**A piac mint komplex rendszer 167**

Kilencedik fejezet  
**Hol vannak a baseball 0,4-es ütőjátékosai? 191**

**A) Függelék 211**

**B) Függelék 222**

**Köszönetnyilvánítás 229**

**Tárgymutató 233**



## Előszó

A *The Warren Buffett Way* (A Warren Buffett-módszer) című könyvem megírásának az volt a célja, hogy oly módon vázoljam fel a Warren Buffett által egy részvény kiválasztására alkalmazott befektetési elveket és eszközöket, hogy az olvasó Buffetthoz hasonlóan végül maga is képes legyen alaposan elemezni, majd megvásárolni egy vállalat részvényeit.

A könyv jelentős sikere elegendő bizonyíték arra nézve, hogy munkánk nem volt haszontalan. Miután összesen 600 ezer példányban jelent meg, és 12 nyelvre fordították le, biztos vagyok benne, hogy a könyvet alapos vizsgálatnak vetették alá mind a szakmai és az egyéni befektetők, mind a közgazdászok és a vállalattulajdonosok. Az olvasóktól és a médiától a mai napig a lehető legjobb visszajelzések érkeznek. Úgy tűnik, a könyv tényleg elősegítette, hogy az emberek értelmesebben fektessék be a pénzüket.

Mint azt már többször elmondtam, A *Warren Buffett-módszer* sikere elsősorban magát Buffettet igazolja. Határtalan bölcsessége világszerte milliókat bővölt el, intellektusa és eredményei évekig valósággal megigézték a befektetési szakembereket, beleértve engem is. E tulajdonságok páratlan együttese teszi Warren Buffettet az egyetlen igazán követendő példává a befektetések mai világában.

Ez az új könyv, A *Warren Buffett-portfólió*, inkább az előző társa, nem pedig a folytatása. Az első műben akaratlanul elsiklottam két alapvető fontosságú terület, a struktúra és a megismerés vagy – egyszerűbb kifejezésekkel – a portfóliókezelés és a szakmai tudás fontossága fölött.

Most sokkal jobban megértem, mint korábban bármikor, hogy az átlag fölötti hozamok elérése nem csupán azon múlik, hogy milyen részvényeket szemeltünk ki, hanem azon is, hogyan állítjuk össze portfóliónkat. Ahhoz, hogy sikeresen kezeljük a fókusz-portfóliót, magasabb szinten kell megértenünk az



árváltozások okait és hatásukat az egyén viselkedésére, emellett egy bizonyos embertípusra is szükség van. A *Warren Buffett-portfólió*ban mindez egyszerre van jelen.

A két könyv viszonyát a következő módon képzelhetjük el: A *Warren Buffett-módszer* szolgáltatja a megfelelő eszközöket ahhoz, hogy gondosan válasszunk ki részvényeket, A *Warren Buffett-portfólió* pedig megmutatja, hogyan rendezzük őket egy fókuszált portfólióba, és elméleti keretet nyújt a portfólió kezeléséhez.

Mióta megírtam A *Warren Buffett-módszert*, minden befektetési döntésemet a könyvben körvonalazott alapelvek szerint hoztam meg. Az általam menedzselte befektetési alap, a Legg Mason Focus Trust, egy konkrét példa a könyv útmutatásainak alkalmazására. Örömmel jelenthetem, az eredmények eddig nagyon biztatóak.

Az elmúlt öt évben, túl azon, hogy gyakorlatot szereztem a fókusz-portfólió kezelésében, számos értékes és tanulságos tapasztalatra tettem szert, melyeket ebben a könyvben adok közre. Buffett szerint nagyon fontos, hogy a befektető alapos ismeretekkel rendelkezzen a matematika és a valószínűség-számítás területén, valamint megértse a piac lélektanát. Arra is figyelmeztet minket, milyen veszélyes pusztán a piaci előrejelzésekre hagyatkozni. Gyámkodása azonban e területek mindegyikén korlátozott. A részvények gondos kiválasztásáról bőszegés elemzés áll rendelkezésre, ám Buffett viszonylag keveset szol a valószínűség-számításról, a pszichológiáról és az előrejelzések jellemzőiről.

Ez nem csökkenti a leckék jelentőségét; mindössze annyit jelent, hogy az üres helyeket kénytelen vagyok a saját értelmezéseimmel és mások magyarázataival kitölteni. Ebben a törekvésben több személyre támaszkodtam: a valószínűség-számítási ismeretek elmélyítésében a matematikus Ed Thorpra, a tévítéletek lélektanának megértésében Charlie Mungerre, továbbá Bill Millerre, aki a komplex alkalmazkodó rendszerek tudományos elméletére oktatott.

Néhány általános megjegyzés következik a könyv szerkezetéről. Két nagy, nem igazán szimmetrikus rész található benne, melyeket a bevezető fejezet és a következtetések fognak közre. Az első fejezet összefoglaló jelleggel áttekinti a fókuszált befek-

tetés fogalmát és főbb elemeit. A következő négy fejezet alkotja az első nagyobb részt. Ezek bemutatják a fókuszált befektetések közgazdasági és statisztikai alapjait, és megvizsgálják a nagynevű fókuszált befektetők tapasztalataiból levonható tanulságokat.

Nemcsak a fókuszált befektetések mögött megbújó elméleti keretre vagyunk kíváncsiak, hanem általában a fókuszált portfóliók viselkedésére. Sajnos, mind ez ideig a fókuszált portfóliókra vonatkozó adatbázisok nem tartalmaztak elegendő megfigyelést a statisztikailag értelmes következtetések levonásához. Egy izgalmas, új kutatási terület számára adott a lehetőség, hogy ezen változtasson.

Az elmúlt két évben Dr. Joan Lamm-Tenant és jómagam egy, a fókuszált befektetések elméletével és gyakorlatával kapcsolatos kutatást végeztünk. A tanulmányban alaposan megvizsgáltunk 3000 fókuszált portfóliót különböző időszakokra, és összehasonlítottuk ezeknek a portfólióknak a viselkedését olyan, széles körben diverzifikált portfóliókéval, amilyenek manapság a befektetési alapokat és az intézményi befektetők számláit uralják. Eredményeink egy tudományos műben jelentek meg „Fókuszált befektetés: egy optimális portfólióstratégia lehetősége az aktív és passzív portfóliókezelés felfogása mellett” címen, ennek lényegét a 4. fejezetben foglaltuk össze közérthetőbb nyelven.

A következő három fejezet alkotja a könyv második részét. Itt más területekre irányítjuk a figyelmünket: a matematikára, a pszichológiára és a komplexitás tudományára. Itt található azok az új elvek, melyeket Ed Thorptól, Charlie Mungertől és Bill Millertől tanultam. Néhányan furcsának találhatják, hogy egymástól nyilvánvalóan független területekre merészkedünk. De én úgy hiszem, hogy a fenti tárgyakból nyerhető felfogás nélkül, a fókuszált befektetésekre irányuló bármely kísérlet nehézségekbe ütközik.

Végül a 9. fejezet a fókuszált stratégiát alkalmazó befektetők jellemzőiről összegyűjtött információkkal és világos útmutatással szolgál, ami alapján bárki könnyedén alkalmazhatja a fókuszált befektetési stratégiát a saját portfóliójára.

*Robert G. Hagstrom*

Wayne, Pennsylvania  
1999. február



## Fokuszált befektetés

„Robert, mi mindössze néhány kitűnő vállalatra fókuszálunk. Mi fókuszált stratégiát alkalmazó befektetők vagyunk.”

*Warren Buffett*

Úgy emlékszem erre a beszélgetésre Warren Buffett-tal, mintha tegnap történt volna. Két okból is meghatározó pillanat volt számomra. Először is, teljesen új irányba terelte gondolkozásomat; másodszor nevén nevezte a portfóliókezelés egy olyan megközelítését, amelynek értelmét ösztönösen megéreztem, de amelyet hosszú időn keresztül nem vettem figyelembe. Ez a megközelítés az, amit most fókuszált befektetésnek hívunk, és amely pontosan az ellentéte annak, ami a legtöbb ember elképzelése szerint a gyakorlott befektetőkre jellemző.

Hollywood hatásaként él bennünk egy közhelyszerű kép arról, hogy néz ki egy befektetésmenedzser: egyszerre két telefonba beszél, eszeveszetten jegyzetel, miközben fél szemmel a körülötte vibráló monitorokat figyeli, melyek minden irányból villognak rá, és minden alkalommal a haját tépi, amikor a számítógép egy részvény árfolyamának apró esését jelzi. Warren Buffett, aki maga az ideális fókuszált befektető, olyan távol áll ettől az örült szenvedélytől, amennyire csak lehet. Azt az embert, akit sokan a világ legnagyobb befektetőjének tartanak, gyakran olyan szavakkal jellemzik, mint nyugodt beszédű, higgadt, nagypapás. Hatalmas magabiztosságából fakadóan mozgulatai nyugodtak, teljesítménye, eredményei mégis legendá-



sak. Nem véletlenül követik sokan feszült figyelemmel cselekedeteit. Ha Buffett megfogalmazza, hogyan közelíti meg a fókuszált befektetést, a legokosabb amit tehetünk, hogy elsajátítjuk, mit is jelent ez pontosan, és hogyan működik.

A fókuszált befektetés egy nagyon egyszerű ötlet, mégis mint minden ilyen, szorosan összefonódó fogalmak bonyolult talapzatán nyugszik. Ha ezeket a gondolatokat úgy vizsgáljuk, mint amikor egy drágakő lapjait a fény felé tartjuk, a felszín csillogó egyszerűsége mögött mélységet találunk, lényegét és komoly elméletet.

Ebben a könyvben szép sorjában közelebbről is megvizsgáljuk ezeket az alapelveket. Egyelőre csupán a fókuszált befektetés lényegét szeretném bemutatni önöknek. Ennek az áttekintő fejezetnek hasonló a célja, mint magának a könyvnek: új szemléletet nyújt a befektetési döntések meghozatalához és a portfóliókezeléshez. De már most figyelmeztetem önöket, hogy ami itt következik, az minden valószínűség szerint szöges ellentéte annak, amit eddig hallottak a tőzsdei befektetésekről. Mindez olyan messze van a részvényekkel kapcsolatos szokásos gondolkozásmódtól, mint Warren Buffett a fent említett hollywoodi képtől.

A fókuszált befektetés lényege egészen egyszerűen megfogalmazható:

Válasszunk néhány részvényt, amely hosszú távon valószínűleg átlag feletti hozamot eredményez, koncentráljuk befektetésünk döntő hányadát ezekre a részvényekre, és legyünk erősek, hogy tartsuk ezt a részvénykosarat a rövid távú piaci ingadozások ellenére.

Nem kétséges, ez az állítás azonnal sokféle kérdést von maga után:

Honnan tudom, hogy melyek az átlag feletti részvények?

Mennyi az a „néhány”?

Mit is jelent az, hogy „koncentráljuk”?

Meddig tartsuk meg a részvényeket?

És a legfontosabb:

*Miért tesszük mindezt?*

Ezekre a kérdésekre a könyv további fejezeteiben találhatunk részletes válaszokat. Egyelőre tekintsük át nagy vonalakban a fókuszálási folyamatot. Kezdjük azzal a lényeges kérdéssel, hogy miért is foglalkozunk ezzel az egészszel.

## PORTFÓLIÓKEZELÉS NAPJAINKBAN: AKTÍV VAGY PASSZÍV

A portfóliókezelés jelenlegi állapotát két egymással versenyző stratégia – az aktív portfóliókezelés és a tőzsdeindexbe történő befektetés – küzdelme jellemzi.

Az aktív portfóliókezelők folyamatosan és nagy mennyiségben kereskednek a részvényekre. Azt kell elérniük, hogy az ügyfelek lehetőleg mindig elégedettek legyenek, ami azt jelenti, hogy folyamatosan felül kell múlniuk a piaci hozamot oly módon, hogy bármikor is veszi elő az ügyfél a megszokott mércét – hogyan áll a portfólióm hozama a piachoz képest –, megnyugtató választ kapjon, és az alapon hagyja a pénzét. Az aktív menedzserek annak érdekében, hogy a csúcson maradjanak, megpróbálják megjósolni, mi fog történni a részvényekkel a következő hat hónapban, és összevissza cserélgetik a portfólióban lévő részvényeket abban a reményben, hogy ily módon kihasználhatják a jóslatokból származó előnyöket. A részvényekbe fektető alapok átlagosan több mint száz részvényt tartanak, 80 százalékos forgási sebességgel.

A részvényindexbe történő befektetést ezzel szemben a „megvenni és megtartani” passzív stratégia jellemzi. Ez egy széles körben diverzifikált portfólió összeállítását és tartását foglalja magában, amelyet szándékosan úgy terveznek meg, hogy egy meghatározott részvényindex, például a Standard & Poor's 500-as index (S&P 500) viselkedését utánozza.



Az aktív menedzsmenthez képest az indexbe történő befektetés újabb keletű és kevésbé elterjedt stratégia. Mióta az 1980-as években az index-befektető alapok elfoglalták az őket megillető helyet az elfogadott befektetési stratégiák között, a két megközelítés képviselői harcot indítottak egymás ellen annak eldöntésére, hogy végül is melyik eredményezi a magasabb hozamot. Az aktív portfóliómenedzserek azt állítják, hogy a részvények kiszemelésében, illetve kiválasztásában mutatott különleges képességük folytán bármelyik index teljesítményénél jobbat érnek el. Az utóbbi évek megfigyelései viszont az index-stratégák oldalát erősítik. Egy tanulmány szerint – amely húszéves, 1977-től 1997-ig tartó időszakban követte nyomon az eredményeket – drámai mértékben csökkent azoknak a befektetési alapoknak a száma, amelyek felülmúlták az S&P 500-as indexet; az időszak elején tapasztalt 50 százalékhoz képest az utolsó négy évben már csaknem 25 százalékra esett vissza az arányuk. 1997 óta még rosszabb a helyzet. 1998 novemberére az aktívan kezelt alapok 90 százaléka alulteljesítette a piacot (az S&P 500-nál átlagosan 14 százalékkal *alacsonyabb* hozamot produkáltak), ami azt jelenti, hogy mindössze 10 százalékuk hozama volt jobb.<sup>1</sup>

Az aktív alapkezelés napjainkban elterjedt gyakorlataival kicsi az esély arra, hogy felülmúljuk az indexeket. Az intézményi befektetésmenedzserek, akik örült mennyiségben, évente százával adják-veszik a részvényeket, bizonyos értelemben maguk jelentik a piacot. Az alapelvük a következő: vegyünk meg bármit, ami a jóslatok szerint hamarosan nyereség mellett továbbadható, függetlenül attól, mi is az valójában. Ebben a logikában az a végzetes hiba, hogy a pénzügyi világ komplex környezetében lehetetlen megjósolni a jövőbeli eseményeket (a komplex alkalmazkodó rendszerek leírását lásd a 8. fejezetben). Ezeket az ingatag elméleti alapokat tovább bonyolítják a magas szintű aktivitással járó költségek, amelyek csökkentik a befektetők hozamait. Ha figyelembe vesszük a tranzakciós költségeket, akkor világossá válik, hogy az aktív portfóliómenedzsment magában hordozza saját bukását.

Az index-befektetés, mivel nem von maga után hasonló költségeket, sok tekintetben jobb, mint az aktívan kezelt portfóliók.

De a legjobb indexalap még a legjobb körülmények között is pontosan a teljes piacnak megfelelő hozamot fogja biztosítani. Így az index-befektetők nem lehetnek rosszabbak, mint a piac – de jobbak sem.

A befektető szempontjából mindkét stratégia mögött ugyanaz a vonzó motívum bújkál meg: a kockázat minimalizálása a diverzifikáció, vagyis a kockázat szétterítése révén. A befektetők számos piaci szegmenset és iparágat képviselő nagyszámú részvény tartásával abban bíznak, hogy elkerülhetik a szörnyű veszteséget, amely akkor érne őket, ha pénzüket egy katasztrófa sújtotta területre összpontosították volna. Egy átlagos időszakban (így gondolkoznak) a diverzifikált portfólióban bizonyos részvények esnek, mások emelkednek, és imádkozzunk, hogy az utóbbi ellensúlyozza az előbbi. Annál jobbak az esélyeink, minél több részvényt tartalmaz a portfólió, gondolják az aktív menedzserek; tíz jobb, mint egy, és száz jobb, mint tíz.

Az indexalapok definíció szerint ezt a fajta diverzifikációt nyújtják, feltéve, hogy az index, amit tükröznek, diverzifikált, mint ahogyan általában az is. Hasonlóképpen a hagyományos részvényalapok is, melyek száznál is több részvényt tartalmaznak.

Mindannyian oly sokat hallgattuk már ezt a *diverzifikációs* „mantrát”, hogy szellemileg eltompultunk ennek elkerülhetetlen következményével, a közepszerű teljesítménnyel szemben. Igaz, hogy mind az aktív, mind az indexalapok diverzifikált portfóliót nyújtanak, általában egyik sem biztosít számunkra kimagasló hozamot. A kérdés, amit egy intelligens befektetőnek fel kell tennie, a következő: megelégszem-e az átlaggal? Képes vagyok-e többre?

## EGY ÚJ ALTERNATÍVA

Mit mond Warren Buffett az index- és az aktív stratégia közt folyó küzdelemre? E két lehetőség közül habozás nélkül az indexbe történő befektetést választaná. Különösen, ha azokra a befektetőkre gondolna, akik kevésbé jól tűrik a kockázatot, vagy azokra az emberekre, akik nem igazán járatosak az üzleti élet-



ben, ennek ellenére szeretnék kivenni a részüket a részvényekbe történő befektetés hosszú távú előnyeiből. „Ha folyamatosan egy indexalapba fekteti a pénzét – mondja Buffett a maga utánozhatatlan stílusában – a tudatlan befektető tulajdonképpen felülmúlhatja a szakmabelieket.”<sup>2</sup>

Buffett azonban késlekedés nélkül rámutatna, hogy létezik egy harmadik alternatíva, az említettől teljesen eltérő, aktív portfólióstratégia, amely szignifikánsan növeli az esélyeit annak, hogy a piaci átlag fölé kerekedjünk. Ez pedig a fókuszált befektetés.

## FOKUSZÁLT BEFEKTETÉS: THE BIG PICTURE

### „Találjunk kitűnő vállalatokat”

Az évek során Warren Buffett kifejlesztett egy módszert arra, hogyan találjon értékes vállalatokat, amelyekbe érdemes befektetnie. Ez a mód a józan észre támaszkodik: ha magának a vállalatnak jól megy az üzlet, és ügyes, eszes emberek vezetik, akkor a belső értékét végeredményben részvényeinek ára is tükrözni fogja. Buffett ebből adódóan nagyrészt nem a részvényárfolyamok alakulásának, hanem az alapvető üzletmenet elemzésének és a vállalatvezetés értékelésének szenteli figyelmét.

Természetesen nem akarjuk azt sugallni, hogy a vállalat elemzése – a gazdasági érték meghatározásához szükséges információk felkutatása – könnyű feladat volna. Mindez nem kevés munkát igényel. Buffett viszont gyakran megjegyezte, hogy ennek a feladatnak az elvégzése nem kerül több erőfeszítésbe, mint megpróbálni a piac csúcsán maradni, ráadásul az eredmények sokkal hasznosabbak.

A Buffett által használt elemzési módszer minden egyes lehetőséget bizonyos befektetési elvek szerint vizsgál meg. Ezeket az elveket – melyeket részletesen a *The Warren Buffett Way*-ben találunk meg, és később itt is összefoglaljuk őket – valamiféle szerszámosládának foghatjuk fel. Minden egyes elv

egy elemzési eszköz, és összességük olyan eljárást nyújt, amellyel a legnagyobb eséllyel választhatjuk ki a magas hozamot nyújtó vállalatokat.

A Warren Buffett-elvek, ha pontosan követjük őket, szükségszerűen jó vállalatokhoz vezetnek el minket, amelyek alapját képezhetik a fókuszált portfóliónak. Mégpedig azért, mert olyan vállalatokat fogunk választani, amelyek hosszú múltra tekintenek vissza, kiemelkedő teljesítményt mutatnak, és stabil vezetéssel rendelkeznek. Ez a stabilitás pedig azt jelenti, hogy nagy valószínűséggel a jövőben is hasonló teljesítményt fognak nyújtani, mint a múltban. És ez a fókuszált befektetés lelke: olyan vállalatokra koncentrálni a befektetésünket, amelyek a legnagyobb valószínűséggel teljesítenek az átlag felett.

### A Warren Buffett-módszer elvei

#### Üzleti elvek

- Egyszerű és könnyen érthető-e a vállalat tevékenysége?
- Következetes-e a vállalat működésének története?
- Kedvezőek-e a vállalat hosszú távú kilátásai?

#### Vezetési elvek

- Racionális-e a vezetés?
- Őszinte-e a vezetés a részvényesekkel?
- Ellenáll-e a vezetés a bevett szokásoknak?

#### Pénzügyi elvek

- Ne az egy részvényre jutó, hanem a sajáttőke-arányos nyereségre koncentráljunk.
- Számítsuk ki a „tulajdonosi nyereséget”.
- Nagy haszonkulccsal dolgozó vállalatokat keressünk.
- Győződjünk meg arról, hogy a vállalat minden dollár visszaforgatott nyereséggel legalább egy dollárral növelte a piaci értékét.

#### Piaci elvek

- Mekkora a vállalat értéke?
- Megvehető-e a vállalat ennél jóval alacsonyabb áron?



A matematika területéről a valószínűség-számítás az egyik olyan fogalmi rendszer, amely a fókuszált befektetés alapját képezi. A valószínűség-számítást és a befektetésekkel kapcsolatos alkalmazásait a 6. fejezetben tárgyaljuk részletesebben. Jelen pillanatban elégedjünk meg annyival, hogy úgy képzeljük el a „jó vállalatot”, mint egy „nagy valószínűségű eseményt”. Vizsgálódásaink során már sikerült a jó múltú és ebből kifolyólag kecsegtető jövőbeli kilátásokkal rendelkező vállalatokat felismerni; a dolog most már csak azon múlik, hogy amit eddig is tudtunk, azt másképpen közelítjük meg – a valószínűség-számítás fogalmaival.

### „Kevesebb több”

Emlékeznek még Buffett „tudatlan” befektetőknek szóló tanácsára, miszerint maradjanak az indexalapoknál? Céljaink szempontjából még érdekesebb, amit ezután mondott:

„Ha »valamicskét tudó« befektetők vagyunk, valamint képesek vagyunk megérteni az üzleti élet közgazdasági elveit, és találni öt-tíz olyan reális árfolyamú vállalatot, amely jelentős, hosszú távú versenyelőnnyel rendelkezik, akkor a hagyományos diverzifikáció (széles rétegen alapuló, aktív portfóliók) számunkra nem megfelelő.<sup>3</sup>”

Mi a baj a hagyományos diverzifikációval? Először is nagymértékben növeli az esélyét annak, hogy olyasmit veszünk, amit nem ismerünk eléggé. „Valamicskét tudó” befektetők a buffetti tanokat követve jobban teszik, ha figyelmüket csupán néhány vállalatra összpontosítják – Buffett ebben az idézetben öt-tíz ilyen céget javasol. A fókusz-filozófia más hívei még kisebb számot ajánlanak, mondjuk csak hármat; az átlagos befektető számára a megfelelő esetben tíz-tizenöt vállalat ideális lehet. A korábban feltett kérdésre tehát, miszerint „Mennyi a kevés?”, röviden azt válaszolhatjuk, hogy nem több mint tizenöt. A pontos szám meghatározásánál fontosabb a mögöttes általános elv. A fókuszált befektetés szétesik, ha nagy, több tucat részvényből álló portfólióra alkalmazzuk.

Warren Buffett gyakran idézi John Maynard Keynest, a nagy angol közgazdát, mint eszméinek egyik forrását. 1934-ben Keynes a következőket írta egy üzlettársának: „Hiba azt gondolni, hogy valaki korlátozhatja az általa vállalt kockázatot azáltal, hogy túl sokat oszt szét olyan vállalkozások közt, amelyekről keveset tud, és amelyekben semmi oka nincs különösebben megbízni. ... A gazdaság szereplőinek ismeretei és tapasztalatai definíció szerint korlátozottak, és ritkán találni kettőnél vagy háromnál több vállalkozást egy adott időpontban, melybe – úgy érzem – méltán vethetem összes bizalmamat.”<sup>4</sup> Keynes levele talán a fókuszált befektetésről szóló első írásos mű.

Philip Fisher, akinek hatása szintén elismert, még mélyrehatóbb módon befolyásolta Buffett gondolkodását. Az egy negyedszázadon keresztül kiváló befektetési tanácsadó Fisher, két jelentős könyv szerzője: az egyik *Common Stock and Uncommon Profits*, a másik a *Paths to Wealth Through Common Stocks*. Buffett mindkettőt nagyra értékeli.

Phil Fishert a fókuszált portfólióiról ismerték; mindig elmondta, hogy szívesebben birtokol kevés kitűnő vállalatot, amelyet jól ismer, mint sok átlagosat, melyek közül többet alig ismer. Fisher befektetési tanácsadói tevékenységét nem sokkal az 1929-es tőzsdekrach után kezdte, és még mindig emlegeti, milyen fontos volt jó eredményeket felmutatni. „Akkoriban nem lehetett hibázni” – emlékszik vissza. „Tudtam, hogy minél jobban ismerem a vállalatot, annál jobb teljesítményt érhetek el.”<sup>5</sup> Fisher általános szabályként kevesebb mint tíz vállalatra korlátozta portfólióját, s ezek közül gyakran mindössze három vagy négy képviselte teljes befektetéseinek 75 százalékát.

„Úgy tűnik, hogy soha nem jut eszükbe (a befektetőknek), még kevésbé a tanácsadóknak – írta 1958-ban a *Közönséges részvények* című művében –, hogy egy vállalat megvásárlása elegendő ismeret hiányában még veszélyesebb lehet, mint egy nem megfelelően diverzifikált portfólió.”<sup>6</sup> A most 91 éves Fisher, több mint 60 év elteltével sem változtatott álláspontján. „A nagy részvényeket nagyon nehéz felfedezni” – mondta nekem. „Ha nem így volna, mindenki birtokolná őket. Tudtam, hogy nekem vagy a legjobb kell, vagy semmi.”<sup>7</sup>



Ken Fisher, Phil Fisher fia szintén sikeres befektetéskezelő. Ő így foglalja össze apja filozófiáját: „A papa befektetései azon a szokatlan, de találó elgondoláson alapulnak, hogy a kevesebb több.”<sup>8</sup>

### **„Tegyük nagy tétet nagy valószínűségű eseményekre!”**

Fisher Buffettre tett hatását más is mutatja – az a hite, hogy abban az esetben, ha kivételes lehetőséggel találkozunk, az egyetlen értelmes lépés jelentős összeget befektetni. Mint minden nagy befektető, Fisher is nagyon fegyelmezett volt. Attól a vágytól hajtva, hogy minél jobban megismerjen egy vállalatot, számos értékesnek vélt céghez ellátogatott. Ha tetszett neki, amit tapasztalt, nem vonakodott jelentősebb összeget fektetni a vállalatba. Ken Fisher rámutat: „Apa nagyon is tudta, mit jelent egy nagyobb pozíciót tartani valamiből, ami jól fizet.”<sup>9</sup>

Napjainkban Warren Buffett visszhangozza ezt a gondolkodást: „Bármelyik befektetésünket vesszük, kell lennie bennünk annyi elszántságnak és meggyőződésnek, hogy vagyunk tíz százalékát az adott részvénybe helyezzük.”<sup>10</sup>

Láthatjuk, miért nem tartalmazhat Buffett szerint az ideális portfólió tíznél több részvényt, ha mindegyik tíz százalékot képvisel. A fókuszált befektetés viszont nem csupán annyit jelent, hogy találunk tíz jó részvényt, és ezek közt egyenlő részekre osztjuk a befektetésünket. Még akkor is, ha a portfólióban minden részvény egy nagy valószínűségű esemény, néhány mindenképp nagyobb, mint a többi, s ezekre jelentősebb részt kell osztani.

A huszonegyezők ösztönösen érzik ezt a taktikát: amikor jók az esélyek, akkor vállalnak nagy tétet. Sok, úgynevezett szakértő szemében a befektetőknek és a szerencsejátékosoknak számos közös vonásuk van. Valójában mindkét csoport ugyanaból a tudományból, a matematikából merít. A valószínűség-számítással együtt a matematika területéről származik a fókuszált befektetés alapjainak egy másik eleme, ami a Kelly-féle optimalizációs modellként ismert. A Kelly-modellt egy olyan képlettel

lehet kifejezni, amely valószínűség-számítást használ az optimalizáció elvégzéséhez. (A modellt, levezetésének lebilincselő történetével egyetemben a 6. fejezetben fogjuk bemutatni.)

Nem tudom pontosan megmondani, vajon Buffett gondolt-e optimalizálásra, amikor 1963 végén American Express részvényekbe fektetett, de mindenesetre ez koncepciójának egy világos példája, hogy merészségét ne is említsük. Az 1950-es és 1960-as években Buffett egy korlátolt felelősségű betéti társaság tagja volt a Nebraska állambeli Omahában, ahol most is él. A tagok nagy pozíciók befektetéséről dönthettek, ha nyereséggel kecsegtető alkalmak adódtak, és 1963-ban volt egy ilyen. A hírhedt Tino de Angelis salátaolaj-botrány idején az American Express részvények ára 65 dollárról 35-re esett, miközben sokan úgy vélték, a cég több millió dollárnyi hamis közraktárjegy ügyében is elmarasztalható. Warren 13 millió dollárt fektetett be – a társaság tőkéjének 40 százalékát –, amivel a forgalomban lévő American Express részvények közel öt százalékát szerezte meg. A következő két évben a részvény ára megháromszorozódott, és a Buffett Társaság 20 milliós profitot vágott zsebre.

### **„Legyünk türelmesek!”**

A fókuszált befektetés a széles körben diverzifikált, magas forgási sebességű megközelítés szöges ellentéte. Bár a fókuszált befektetés az aktív stratégiák közt a legnagyobb valószínűséggel biztosít egy indexet idővel felülmúló hozamot, a befektetőnek rendíthetetlen nyugalommal kell tartani a portfólióját, miközben úgy tűnik, más stratégiák elmasíroznak mellette. Rövidebb időszakokban természetesen azt látjuk, hogy a kamatváltozások, a vállalat bevételeire vonatkozó rövid távú várakozások befolyásolhatják a részvény árát. De ahogyan az időhorizont hosszabbodik, egyre inkább az alapvető üzletmenet romló vagy javuló tendenciája uralja az árfolyamot.

Milyen hosszú egy ideális időszak? Könnyen elképzelhetjük, hogy nincs egyértelmű szabály (bár Buffett valószínűleg azt mondaná, hogy örültség bármilyen, öt évnél rövidebb időszakot tekinteni). A cél nem a zérócserélődés; ez a másik véglet volna,



mivel megakadályozna minket abban, hogy kihasználjunk valami jobbat, ha lehetőség volna rá. Általános hüvelykujjszabályként azt ajánlom, hogy 10–20 százalék közötti forgási sebességgel gondolkozzunk. A 10 százalék azt jelenti, hogy a befektető egy részvényt tíz évig tart, a 20 százalékos rátából pedig egy ötéves időszak adódik.

### „Ne essünk kétségbe az árváltozásoktól!”

Az áringadozások a fókuszált befektetések elkerülhetetlen velejárói. A hagyományos aktív portfólióban a széles körű diverzifikáció hatásaként kiegyenlítődnek az egyes részvények áraiban szükségszerűen bekövetkező elmozdulások. Az aktív portfóliómenedzserek nagyon is jól tudják, mi történik, amikor a befektetők kinyitják a havi egyenleget, és ott van előttük feketén-fehéren vagyonuk csökkenésének dollárban kifejezett értéke. Gyakran még azokat is elragadják az érzelmeik, és pánikba esnek, akik egyébként tisztában vannak azzal, hogy az efféle esések hozzátartoznak a dolgok normális menetéhez.

Minél jobban diverzifikált a portfólió, annál kisebb az esélye annak, hogy valamely részvény árának változása felborítja a havi beszámolót. Ezért igaz, hogy a széles körű diverzifikáció kisimítja a hepehupákat az úton, és ez sokak számára nagyfokú kényelmet jelent. Az is igaz viszont, hogy a zökkenőmentes utazás eléggé unalmas. Ha az ember a kellemetlenségek elkerülése érdekében kiátlagolja az emelkedéseket és az eséseket, akkor éppen az átlagos eredményt kapja.

A fókuszált befektetés átlagon *felüli* eredményekre törekszik, és mint azt a 3. fejezetben látni fogjuk, mind a tudományos kutatásokból, mind a konkrét esetek tanulmányozása során döntő bizonyítékokat kapunk arra nézve, hogy ez a törekvés sikeres. Nem lehetnek kétségeink, noha az út nem könnyű. A fókuszált befektetők elviselik a döccenőket, mert tudják, hogy hosszú távon a vállalat alapvető üzletmenete jócskán kompenzálja a rövid távú áringadozásokat.

Buffett mesteri módon viseli a zökkenőket. Akárcsak régi barátja és munkatársa, Charlie Munger, a Berkshire Hathaway ne-

vű cég elnökhelyettese. A számtalan rajongó, aki habzsolja a Berkshire figyelemre méltó éves beszámolóját, mind tudja, hogy ők ketten egymást erősítik, kiegészítő vagy azonos gondolataikkal.

Munger hozzáállása és filozófiája minden porcikájában átjárta Buffettot ugyanúgy, ahogyan Buffett hatott Mungerre.

Az 1960-as és 1970-es években Munger egy befektetési társaságot vezetett, amelyben – ahogyan akkoriban Buffett – ő is szabadon dönthetett nagy tétek befektetéséről. Döntéseinek indoklása a fókuszált befektetések elveit idézi.

„A hatvanas években én lényegében csak egy kamatoskamatláb-táblázatot használtam – magyarázta Charlie –, valamint különböző feltételezésekkel éltem a részvényárfolyamok alakulását illetően.”<sup>11</sup> Charlie számos forgatókönyvet kidolgozott várható áringadozásokra és a portfólióban szereplő részvények számára vonatkozóan. Egyszerű számítások voltak.

„Mivel pókereztem, tudtam, hogy akkor kell megtenni a komoly tétet, mikor nagyon jó lapunk van” – mondta Charlie. Arra a következtetésre jutott, hogy mindaddig, amíg tudja kezelni az áringadozásokat, és van legalább három részvénye, nem kell aggódnia, hogy lesz-e mit aprítania a tejbe. „Tudtam, hogy pszichológiailag képes vagyok átvészelni a zökkenőket – mondta –, mert olyan emberek neveltek, akik hittek abban, hogy a nehézségek kezelhetők. Szóval ideális adottságokkal rendelkeztem ahhoz, hogy alkalmazzam a saját módszereimet.”<sup>12</sup>

Talán Ön is azok közé tartozik, akik jól bírják a gyűrődést. De ha nem született ilyen szerencsésnek, akkor is fejlődhet ezen a téren. Az első lépés a gondolkodás és a viselkedés tudatos megváltoztatása. Természetesen új szokások felvétele, új gondolkodásminták elsajátítása nem megy egyik napról a másikra, de fokozatosan megtanulhatjuk, hogy ne essünk kétségbe, és ne reagáljunk elhamarkodottan a piac szeszélyeire.

Talán kellemes lehet többet tanulni a befektetés pszichológiájáról (lásd a 7. fejezetet); a magatartás-tudományi pénzügyeknek nevezett terület keretein belül dolgozó társadalomtudósok komolyan kezdtek foglalkozni a befektetés mint jelenség pszichológiai oldalával. A siker más mércével való mérése is hasznos lehet. Ha a részvényárfolyamok esése láttán a szívroham



kerülget minket, talán itt az ideje, hogy egy másik, kevésbé átütő, de ugyanolyan hatásos (Buffett azt mondaná, *még hatásosabb*) teljesítményértékelési módot válasszunk. Ez az új mérce a gazdasági viszonyítási alap fogalmait érinti, amit a 4. fejezetben mutatunk be.

A fókuszált befektetés, mint korábban mondtuk, egy egyszerű ötlet, amely a matematika, a logika és a pszichológia egymással összekapcsolódó elméleteiből meríti erejét. Az ebben a fejezetben bemutatott elméletek átfogó áttekintésével most már kézzelfogható irányelveket tartalmazó formában fogalmazhatjuk meg az alapötletet.

Összefoglalva tehát a fókuszált befektetés folyamata a következő tevékenységeket tartalmazza:

- A *Warren Buffett-módszer* tételeit felhasználva kiválasztunk néhány (tíz-tizenöt) kitűnő vállalatot, amely korábban átlag fölötti teljesítményt produkált, és valószínűsíthető, hogy ezt a jövőben is fenntartja.
- A befektetett tőkét arányosan osztjuk el, a nagyobb összeget a magasabb valószínűségű eseményre fektetve.
- Mindaddig, amíg a dolgok nem változnak, a portfóliót legalább öt évig (ha tovább, az jobb) érintetlenül hagyjuk, és megtanuljuk, hogy az áringadozások zökkenőit higgadtan viseljük.

## MODELLEK KOMPLEX ALKALMAZÁSA

A fókuszált befektetést nem Warren Buffett találta fel. Az alapelveket ötven évvel előtte John Maynard Keynes fejtette ki. De Buffett volt az, aki elképesztő sikerrel alkalmazta őket, mielőtt még nevet adott volna nekik. A kérdés, ami engem izgat az, hogy a siker szemérmetlen másolásáról híres Wall Street, miért nem figyel fel a fókuszált befektetésre mint helyes megközelítésre.

1995-ben megalapítottuk a Legg Mason Focus Trust befektetési alapot, ez volt mindössze a második, amelyik szándékosan

15-nél kevesebb részvényt birtokolt (az első a Sequoia Fund volt, amelynek története a 3. fejezetben olvasható). A Focus Trust révén különösen értékes tapasztalatokat szereztem a fókuszált portfólió kezelésében. Az elmúlt négy évben alkalmam volt együttműködni részvényesekkel, tanácsadókkal, elemzőkkel, más befektetésialap-kezelőkkel csakúgy, mint a pénzügyi médiával, és azt tapasztaltam, hogy a fókuszált befektetők egészen más világban mozognak, mint ami a pénzügyi üzletágat jellemzi. Az igazság egyszerűen az, hogy másképpen *gondolkoznak*.

Charlie Munger egy nagyon hatásos, a modellek komplexitásáról szóló hasonlattal tette világossá számomra ezt a gondolkodásformát. Munger 1995-ben Guilford Babcock professzor csoportjának tartott egy előadást a University of Southern California School of Businessben „Befektetési ismeretek mint az egyetemes életbölcseesség része” címmel. Charlie fölöttébb élvezte az előadást [amelyről az *Outstanding Investor Digestben* (OID) is írtak], mivel olyan kérdést járt körül, amit különösen fontosnak tart: mi az emberek igazi felfogása arról, amit ő „egyetemes életbölcseességnek” nevez.

Nemcsak egyszerűen arról van szó, hogy milyen tényeket és számadatokat használunk fel. A bölcseesség – mint magyarázza – sokkal inkább arról szól, hogy miképp rendezzük sorba, hogyan kapcsoljuk össze ezeket a tényadatokat. Munger szerint egyedül úgy érhetjük el a bölcseességet, ha képesek vagyunk életünk tapasztalatait gondolati modellek széles keresztmetszetére alkalmazni. „Rendelkeznünk kell modellekkel – magyarázta –, és közvetlen vagy közvetett tapasztalatainkat ezen komplex modellekben kell elhelyeznünk.”<sup>13</sup>

Az első szabály, amit meg kell tanulnunk – mondja Charlie –, hogy több modellt kell használnunk. Nemcsak többre van szükség, hanem számos különböző területről származó modellt kell elsajátítanunk. Ahhoz, hogy sikeres befektetővé váljunk – magyarázza Charlie –, multidiszciplináris gondolkodásmódra van szükség.

Ha így gondolkodunk, szinte mindenki mástól különbözni fogunk – hangsúlyozza Charlie –, mivel a világ nem multidiszciplináris. Egy közgazdasági professzor előadása általában nem



tartalmaz fizikát, egy fizikatanár nem veszi számításba a biológiát, a biológiatanár a matematikát, és egy matematikus ritkán használ pszichológiai megközelítéseket munkája során. Charlie szerint nem kell figyelembe vennünk e „szellemi fennhatóságok határait”, hanem minden modellt alkalmaznunk kell a komplexitáshoz.

„Úgy gondolom, tagadhatatlan, hogy az emberi agy modellt használ” – mondja Charlie. „A fortély abban rejlik, hogy agyunk jobban működik, mint másoké, hogy megértsük a legtöbb szóba jöhető alapmodellt, azokat, amelyek segítségével a leghatékonyabbak lehetünk.”

Világos számomra, hogy a fókuszált befektetés nincs igazán összhangban a befektetési kultúránkban használt és népszerűsített, aprólékosan felépített modellekkel. Ahhoz, hogy teljes egészében élvezhessük a fókuszált megközelítés előnyeit, néhány további fogalommal és modellel kell bővítenünk gondolkodásunkat. Soha nem leszünk elégedettek a befektetéssel, amíg nem tanuljuk meg a pszichológiából ismert viselkedési modelleket. A statisztikai valószínűségek ismerete nélkül bizonyára nem tudnánk, hogyan optimalizáljunk egy portfóliót, és elképzelhető, hogy soha nem látnánk tisztán a piaci jóslatok örültségét, ha nem értenénk meg a komplex adaptív rendszerek modelljét.

Az elmélyülést nem kell túlzásba vinni. „E területek egyikén sem kell kiemelkedő szakértővé válnunk” – magyarázza Charlie. „Amit tennünk kell, mindössze annyi, hogy vesszük a legfontosabb gondolatokat, és idejében, és alaposan ismerjük meg őket.”<sup>14</sup> Ami a dologban érdekes – hangsúlyozza Charlie –, az az éleslátás, ami akkor jelentkezik, amikor több modell összekapcsolódik, és azonos irányban fejti ki hatását.

A legrészletesebb modell, amit a fókuszált befektetőknek el kell sajátítaniuk, a részvények gondos kiválasztására vonatkozik. Ez nem ismeretlen azok számára, akik olvasták *A Warren Buffett-módszert*. Ehhez még néhány egyszerűbb modellt kell hozzátenni tanulmányaink befejezéséhez, hogy megértsük, hogyan kell portfólióba rendezni ezeket a részvényeket, és miképpen kell kezelni ezt a portfóliót, hogy a jövőben maximális eredményt kapjunk. De szerencsére nem vagyunk egyedül.

Velünk van Warren és Charlie bölcsessége, hogy vezessen minket, és velünk van a Berkshire Hathaway-nél felhalmozott tapasztalatuk. Ez a két látnok jellemző módon nem a saját személyét dicséri, hanem a szervezetüket, melyet úgy írnak le, mint egy „didaktikus vállalatot, amely a helyes gondolkodást tanítja, és a legfontosabb lecke szerintük az, hogy a nagy gondolatok tényleg működnek”.<sup>15</sup>

„A Berkshire alapvetően egy nagyon régimódi hely – mondta Charlie Munger –, és ezt úgy próbáljuk fenntartani, hogy fegyelmet tartunk. A régimódit nem rossz értelemben mondtam. Úgy értem, az örök igazságok, amelyek lehetővé teszik az emberi viselkedés megjósolását, az alapvető matematikai ismeretek, a józan paraszti ész, a félelem és a többi, az emberi természetet befolyásoló tényező. Ha mindezeket bizonyos fegyellemmel használjuk, akkor azt hiszem, minden a legnagyobb rendben lesz.”<sup>16</sup>

## Jegyzet

Mottó: Interjú Warren Buffett-lal, 1994. augusztus.

- 1 Andrew Barry: With Little Cheery News in Sight, Stocks Take a Break. *Barron's*, 1998. november 16. 1998., MW1.
- 2 Berkshire Hathaway Annual Report, 1993. 15. o.
- 3 Uo.
- 4 Berkshire Hathaway Annual Report, 1991. 15. o.
- 5 Philip Fisher személyes közlése alapján, 1998. szeptember 15.
- 6 Philip Fisher: *Common Stocks and Uncommon Profits*. (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1996.) 108. o.
- 7 Philip Fisher személyes közlése alapján, 1998. szeptember 15.
- 8 Ken Fisher személyes közlése alapján, 1998. szeptember 15.
- 9 Uo.
- 10 Warren Buffett személyes közlése alapján, 1994. augusztus.
- 11 *Outstanding Investor Digest*, 1995. augusztus 19., 63. o.
- 12 Uo.
- 13 *Outstanding Investor Digest*, 1995. május 5., 49. o.
- 14 *Outstanding Investor Digest*, 1997. augusztus 8., 61. o.
- 15 *Outstanding Investor Digest*, 1997. augusztus 8., 13. o.
- 16 *Outstanding Investor Digest*, 1994. június 23., 31. o.



## A modern pénzügy főpapjai

„Megeshet, hogy a hagyományos bölcsességben több a hagyományos, mint a bölcsesség.”

*Warren Buffett*

A huszadik század legszörnyűbb pénzügyi katasztrófája az 1929-es tőzsdekrach és az azt követő nagy válság volt, a második legrosszabb pedig az 1973–1974-es piaci visszaesés és recesszió. Ez nem egy szörnyű nappal kezdődött, mint az 1929-es összeomlás, és az amerikai családokra gyakorolt hatása sem volt olyan széles körű és pusztító, így a kollektív emlékezet sem ugyanazon a helyen őrzi őket. A pénzügyi szakemberek számára viszont a második időszak majdnem ugyanolyan jelentős, mivel egy nagyon fontos határvonalat húz meg a modern pénzügyek történetében, különösen a modern portfólióelmélet fejlődésében.

Ha utólag visszatekintünk, két iskolát láthatunk, amely még ma is komoly vitában áll egymással a befektetés filozófiáját illetően, és amelynek gyökerei ebben a kétéves visszaesésben keresendők. A befektetések világában két különálló csoport kereste a legjobb utat, és különböző eredményre jutott. Pontosabban a két csoport közül az egyik egy személy volt – Warren Buffett –, a másik csoport pedig: mindenki más.

Az 1973–1974-es hanyatlás két évig megszakítás nélkül fokozódó veszteségek lassú, kígyózó folyama volt. A másodvonalbeli részvények piaca több mint 60 százalékot esett. A köt-



vénytulajdonosok is befektetéseik elértéktelenedését tapasztalták. A kamatláb és az infláció két számjegyre szökött fel. Az olajáraknak a csillagos ég sem szabott határt. A jelzálog-kamatláb olyan magas volt, hogy csak nagyon kevés átlagos jövedelmű család engedhette meg magának, hogy új lakást vagy házat vegyen. Durva, sötét időkét írtunk. A pénzügyi károk olyan súlyos méreteket öltöttek, hogy a befektetéskezelők kezdték megkérdőjelezni korábbi hozzáállásukat.

Válaszok után kutatva a befektetési szakemberek nagy része – sokan közülük vonakodva – fokozatosan egy két évtizede mellőzött tudományterület felé fordult, amely később a modern portfólióelmélet elnevezést kapta.

Buffett más irányba indult el.

Warren Buffett, egy bróker fia, tizenegy éves korában az apja cégénél kezdte a táblára írkálást a nebraskabeli Omahában, és az első részvényét ugyanilyen idős korában vette. A Nebraskai Egyetem hallgatójaként, a tehetségesen számoló fiatalembernek kezébe akadt a Columbiai Egyetem professzorának, Benjamin Grahamnek a könyve, a *The Intelligent Investor*. Graham szerint a befektetéssel kapcsolatos információk kritikus pontja a vállalat belső értéke volt. A fő feladat ennek az értéknek a pontos kiszámítása, ezt követően pedig ahhoz az elvhez kell tartanunk magunkat, hogy akkor veszünk egy részvényből, ha az ára ennél alacsonyabb. Buffettnak annyira tetszett ez a matematikai megközelítés, hogy jelentkezett a Columbiára PhD-képzésre, hogy Graham professzor tanítsa.

A közgazdasági doktori fokozat megszerzése után hazatért Omahába, és apja brókercégénél, a Buffett Falk & Társainál kezdett dolgozni 1952-ben. A fiatal Buffett Ben Graham befektetési módszereit alkalmazva fogott munkához. Buffett, ahogyan Graham tanította, csak akkor gondolt egy részvény megvételére, ha jóval a számított értéke alatt adták. Igazi Graham stílusban Buffett haszna jócskán megugrott, ha a részvényárfolyamok alacsonyabbak voltak.

Míg az apjánál dolgozott, Warren Buffett szoros kapcsolatban maradt tanítójával, és Graham 1954-ben New Yorkba hívta, a Graham–Newman Társaság alkalmazásába. Két év múlva Graham

nyugdíjba ment, Buffett pedig visszatért Nebraskába. Hét kültaggal és a saját száz dollárjával megalapított egy betéti társaságot, amely néhány év múlva azt az elképesztő American Express-ügyletet csinálta, melyről az 1. fejezetben olvashattak.

Buffett beltágként lényegében szabadon rendelkezett a társaság vagyonával. Az American Expresshez hasonló kisebbségi részesedések mellett néha meghatározó részesedést is vett egyes vállalatokban, és 1962-ben elkezdte megszerezni a feltörekvő textilvállalatot, a Berkshire Hathaway-t.

1969-ben, tizenkét évvel alapítása után Buffett kilépett a befektetési társaságból. Elsődleges célja nagyratörő volt – évente tíz ponttal felülmúlni a Dow Jones Indexet –, de sokkal többet ért el: nem tíz, hanem huszonkét pontot. Az eredeti befektetők közül néhányan szerették volna tovább folytatni egy másik befektetéskezelővel, és Buffett megkérte barátját és columbiai csoporttársát, Bill Ruanet, hogy kezelje a pénzüket. Ruane igent mondott, és ezzel megalakult a Sequoia Fund (Ruane-nal kapcsolatban lásd a 3. fejezetet). Buffett kivette a részét a társaság vagyonából, és még több Berkshire Hathaway-részvényt vett, amivel végül megszerezte az irányítást. Letelepedett, és a következő néhány évben a textilvállalat vezetésével foglalkozott.

## PORTFÓLIÓKEZELÉS DIVERZIFIKÁCIÓ RÉVÉN

1952 márciusában, mikor Warren Buffett friss diplomával dolgozni kezdett apja brókercégénél, a *The Journal of Finance*-ben akkortájt jelent meg a Chicagói Egyetem végzős hallgatójának, Harry Markowitznak *Portfolio selection* című cikke. A cikk nem volt hosszú, mindössze tizennégy oldal, és – a tudományos folyóiratokban megszokott formához képest eléggé szokatlanul – mindössze négy oldal szöveget (a többit ábrák és képletek foglalták el) és csak három idézetet tartalmazott. Jelenleg viszont ennek a rövid cikknek tulajdonítják a modern pénzügytan kezdetét.<sup>1</sup>



Markowitz álláspontja szerint nem kell többkötetes könyvet írni azért, hogy valaki kifejtse ezt az egyszerű gondolatot: a kockázat és a hozam elválaszthatatlanul összekapcsolódnak egymással. Mint közgazdász úgy gondolta, hogy a kettő közt statisztikailag igazolható mértékű, számszerűsíthető kapcsolat van, és így adott hozamszinthez meghatározható a kockázat mértéke. Művében bemutatta a következtetését alátámasztó számításokat: egyetlen befektető sem érhet el átlag fölötti nyereséget anélkül, hogy átlag fölötti kockázatot vállalna.

Markowitz később megjegyezte: „Meghökkenett az a gondolat, hogy a kockázatnak éppúgy érdekelnie kell az embert, mint a hozamnak.”<sup>2</sup> Manapság mindannak fényében, amit a befektetésekről megismertünk, már magától értetődőnek tűnik ez az állítás, az 50-es években viszont forradalmian új felfogás volt. A befektetők addig nem nagyon foglalkoztak a portfóliókezeléssel vagy a kockázat fogalmával. A portfóliókat véletlenszerűen állították össze. Ha egy menedzser úgy vélte, hogy egy részvény ára emelkedni fog, egyszerűen megvásárolták. Semmilyen más megfontolásra nem volt szükség.

Ez elgondolkoltatta Markowitzot: bizonyosan ostobaság azt hinni, hogy magas profitot érhetünk el anélkül, hogy valamilyen fajta kockázatot vállalnánk. Hogy világosabbá tegye gondolatait, kitalálta a *hatékonysági határt*.

„Mivel közgazdász vagyok – magyarázta –, rajzoltam egy grafikont, a várható hozammal az egyik és a kockázattal a másik tengelyen.”<sup>3</sup> A hatékonysági határ egyszerűen egy balról jobbra emelkedő egyenes, amelynek minden pontja egy lehetséges nyereség és a hozzá kapcsolódó kockázat metszéspontját jelöli. Az a leghatékonyabb portfólió, amelyik a legmagasabb hozamot biztosítja a portfólió kockázatának egy adott szintje mellett. A nem hatékony portfólió az, amely birtokosát egy bizonyos kockázatnak teszi ki anélkül, hogy az annak megfelelő hozamot adná. A befektetéskezelők célja – mondta Markowitz –, hogy megfeleltessék a portfóliókat a befektetők kockázattávallási hajlandóságával, és korlátozzák vagy kerüljék a nem hatékony portfóliókat.

1959-ben jelent meg Markowitz első könyve, a *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, amely a doktori

disszertációján alapult. Ebben még alaposabban fejti ki a kockázatról alkotott véleményét. „A kockázat mérésére a szórászt használtam” – írja Markowitz. A varianciát (szórásnégyzetet) úgy képzelhetjük el, mint az átlagtól való távolságot; Markowitz szerint minél nagyobb az átlagtól való távolság, annál nagyobb a kockázat.

Azt gondolhatnánk, hogy egy portfólió kockázatosága, Markowitz definíciója szerint, a portfólióban szereplő összes részvény varianciájának súlyozott átlaga. Ám ezzel pont a lényegét nem értenénk meg. Bár a variancia egy becslést ad egy részvény kockázatáról, két variancia (vagy száz variancia) átlaga mégis keveset mond a két részvényből (vagy száz részvényből) álló portfólió kockázatáról. De Markowitz talált egy módszert az egész portfólió kockázatának meghatározására. Sokan úgy gondolják, ez volt a legjelentősebb eredménye.

A módszert kovarianciának nevezte, és varianciák súlyozott összegeként számította ki. A kovariancia a részvények egy csoportjának együttmozgását méri. Két részvényről akkor mondjuk, hogy pozitív a kovarianciájuk, ha az áraik, bármilyen okból, hajlamosak együtt mozogni. Ezzel szemben két részvény negatív kovarianciája azt jelenti, hogy egymással ellentétesen mozognak. Markowitz elképzelésében a portfólió kockázata nem az egyes részvények varianciája, hanem az összes papír kovarianciája. Minél inkább azonos irányba mozognak, annál nagyobb az esélye annak, hogy a gazdasági változások hatására mindegyiknek egyszerre csökken az árfolyama. Ugyanezen okból egy kockázatos részvényekből összeállított portfólió akár konzervatív kiválasztás is lehet, ha az egyes részvények árai eltérően mozognak. „Akárhogy is nézzük, a diverzifikáció a lényeg” – mondta Markowitz.

Markowitz szerint egy befektető akkor cselekszik helyesen, ha először meghatározza az általa vállalni kívánt kockázat szintjét, és negatív kovarianciájú részvényekből összeállít egy ennek megfelelően hatékonyan diverzifikált portfóliót. A befektetési szakmában dolgozók különböző gyakorlati okokból ugyanúgy semmibe vették Markowitz könyvét, mint hét évvel korábbi cikkét.



## A KOCKÁZAT MATEMATIKAI DEFINÍCIÓJA

Körülbelül tíz évvel Markowitz nagyszerű cikkének első megjelenése után Bill Sharpe, egy fiatal PhD-hallgató, megkereste Markowitzot, aki akkor lineáris programozással foglalkozott a RAND Intézetben. Sharpe disszertációs témát keresett, és egyik tanára az UCLA-n (University of California Los Angeles) irányította Markowitzhoz. Markowitz beavatta Sharpe-ot a portfólióelmélet területén végzett munkáiba, és azt is elmondta, milyen nagy szükség volna végtelen sok kovariancia becslésére. Sharpe feszülten figyelt, majd visszatért az UCLA-re.

A következő évben, 1963-ban megjelent Sharpe disszertációja: „A portfólióelemzés egy egyszerűsített modellje”. Miközben teljes mértékben elismerte, hogy Markowitz ötleteire támaszkodott, Sharpe egy egyszerűbb módszert ajánlott, amivel elkerülhető a Markowitz által igényelt végtelen sok kovarianciaszámítás.

Sharpe állítása szerint minden értékpapír hasonló kapcsolatban van bizonyos háttérben meghúzódó tényezőkkel. Ez lehet a részvényindex, a nemzeti össztermék vagy más árindexek, feltéve, hogy egyedül ez befolyásolja döntő mértékben az értékpapír viselkedését. Sharpe elméletét használva egy elemzőnek mindössze az értékpapír és a domináns tényező kapcsolatát kell megmérnie. Ez nagymértékben leegyszerűsítette Markowitz megközelítését.

Tekintsük a közönséges részvényeket. Sharpe szerint a részvényárfolyam alapvető tényezője, ami önmagában a legnagyobb mértékben befolyásolja annak alakulását, maga a tőzsde. (Sztintén fontosak, de kisebb mértékben hatnak az iparágnak és magának a részvénynek az egyedi tulajdonságai.) Ha egy részvény ára jobban ingadozik, mint az egész piac, akkor ez a részvény változékonyabbá, ennél fogva kockázatosabbá teszi az azt tartalmazó portfóliót. Ha ellenben, a részvény árfolyama a piaconál kevésbé ingadozik, akkor ezt hozzáadva a portfólióhoz, az kevésbé lesz változékony és kisebb mértékben ingadozik. A portfólió ingadozásának mértéke tehát könnyen meghatározha-

tó az egyes részvények ingadozásának egyszerű súlyozott átlagaként.

A Sharpe által használt árfolyam-ingadozások mértéke a béta faktor nevet kapta. A béta két független árváltozás – az egész piac és egy részvény – közti korreláció fokát jelenti. Azoknak a részvényeknek a bétája, melyeknek az értéke pontosan együtt mozog a piaccal, 1. Ha egy részvény kétszer olyan gyorsan emelkedik vagy esik, mint a piac, a bétája kettő, ha pedig az elmozdulás a piaci mozgás 80 százaléka, akkor a béta 0,8. Kizárólag erre az információra alapozva meghatározhatjuk a portfólió bétáját. Végeredményben az egynél nagyobb bétájú portfólió kockázatosabb a piaconál, amelyiknek pedig egynél kisebb a bétája, az kevésbé kockázatos.

Egy évvel a portfólióelmületről szóló disszertációjának megjelenése után, Sharpe nagy horderejű koncepciót dolgozott ki, amit a tőkepiaci árfolyamok modelljének (Capital Asset Pricing Model, CAPM) neveznek. Ez a hatékony portfólió-összeállítás egytényezős modelljének közvetlen kiterjesztése volt. A CAPM szerint a részvények két különböző kockázatot hordoznak. Az egyik kockázat, amelyet Sharpe szisztematikus kockázatnak hív, egyszerűen abból származik, hogy a részvény a piacon van. A szisztematikus kockázat, más néven a piaci kockázat, ezt a bétával mérjük, és ezt nem lehet diverzifikálással csökkenteni. A másik fajta, ún. vállalatspecifikus kockázat a vállalat egyedi gazdasági helyzetéből ered. A szisztematikus kockázattól eltérően az egyedi vagy vállalatspecifikus kockázat diverzifikáció révén *csökkenthető*, egyszerűen csak különböző részvényekből kell összeállítani a portfóliót.

Peter Bernstein, a híres író, kutató, a *The Journal of Portfolio Management* alapítója és szerkesztője, számottevő időt töltött Sharpe-pal, és mélyrehatóan tanulmányozta a munkáját. Bernstein szerint Sharpe kutatásai „kikerülhetetlen következtetésre” mutatnak rá: „A hatékony portfólió maga a részvénytőkepiaci piac. Egyetlen más portfólió sem kínál magasabb hozamot ugyanekkora kockázattal, és egyetlen más portfólió sem kevésbé kockázatos ugyanekkora várható hozam mellett.”<sup>4</sup> Más szavakkal, a tőkepiaci árfolyamok modellje azt mondja, hogy a piaci portfólió pontosan Markowitz hatékonysági határon fekszik.



Egy évtized alatt két közgazdász a későbbi modern portfólióelmélet két fontos elemét határozta meg: az egyik Markowitznak az az ötlete, hogy a megfelelő kockázat-hozam egyensúly a diverzifikációtól függ, a másik pedig Sharpe kockázatdefiníciója. Egy harmadik alkotórész – a hatékony piacok elmélete – a Chicagói Egyetem fiatal adjunktusától, Eugene Famaától származik.

## A HATÉKONY PIACOK ELMÉLETE

Noha számos kitűnő kutató írt a hatékony piacokról, például az M.I.T. közgazdásza, Paul Samuelson, az értékpapírpiac viselkedése átfogó elméletének kidolgozását leginkább Famaának tulajdonítják.

Fama az 1960-as évek elején kezdte tanulmányozni a részvényárfolyamok változásait. Rendkívüli érdeklődéssel és elszántan olvasott, az értékpapírpiac viselkedésével kapcsolatban minden elérhető irodalmat feldolgozott, de úgy tűnik, hogy a francia matematikus, Benoît Mandelbrot volt rá a legnagyobb hatással. A fraktálgeometriát kidolgozó Mandelbrot azt állítja, hogy a részvényárfolyamok olyan rendszertelenül ingadoznak, hogy semmiféle alapkutatás vagy statisztikai vizsgálat nem végezhető rajtuk; továbbá a rendszertelen ármozgások szükségszerűen fokozódnak, ami meglepetésszerűen nagyfokú ugrásokat eredményez.

Fama PhD-disszertációja, „A részvényárfolyamok viselkedése” 1963-ban jelent meg a *Journal of Business*-ben, később szemelvényeket közölt belőle a *The Financial Analyst Journal* és a *The Institutional Investor*. Fama, egy viszonylag fiatal újonc, mindenképpen felkeltette a pénzügytan iránt érdeklődők figyelmét.

Fama üzenete teljesen világos volt: a részvényárfolyamokat nem lehet megjósolni, mivel a piac erősen hatékony. A hatékony piacon, amikor az információ elérhetővé válik, nagyszámú ügyes szereplő (Fama „racionális profitmaximalizálóknak” hívta őket) csap le rá, ily módon az árak azonnal igazodnak az új információkhoz, még mielőtt bárki nyereségre tehetett volna

szert. Így hát a hatékony piacon nincs helyük a jóslatoknak, mert az árfolyamok túl gyorsan alkalmazkodnak.

Fama elismerte, hogy a hatékony piacok elképzelést lehetetlen empirikusan tesztelni. Ezzel szemben egy másik lehetőség olyan kereskedési rendszerek vagy kereskedők keresése, akik képesek felülmúlni a részvénytőrségi átlagot. Ha létezik ilyen csoport, akkor a piac nyilvánvalóan nem hatékony. De ha senki sem tudja bebizonyítani, hogy képes átlagon felüli teljesítményre, akkor elfogadhatjuk, hogy az árak minden elérhető információra reagálnak, és ezért a piac hatékony.

Míg a modern portfólióelmélet összefonódó száalai az elméleti szakembereket és a kutatókat foglalkoztatták, az 1950-es és 1960-as években a Wall Street még kevés érdeklődést mutatott. Peter Bernstein szerint ennek az az egyszerű magyarázata, hogy a portfóliókezelés akkoriban még „szabadalmazatlan terület” volt. 1974-re azonban mindez megváltozott.

Nem kérdéses, hogy az 1973–1974-es visszaesés kényszerítette rá a befektetőket arra, hogy komolyan vegyék a közgazdászoknak a kockázatkezelés új módszereit támogató írásait. Az évtizedeken keresztül óvatlanul spekulálók túlságosan mély sebeket szereztek. „Az 1974-es katasztrófa meggyőzőtt arról, hogy kell lennie a portfóliókezelés egy jobb módjának” – mondta Brenstein. „Még ha rá is tudtam volna venni magamat, hogy hátat fordítsak a közgazdászok által felépített elméleti háttérnek, ennek túlságosan nagy hányada származott a legjelentősebb egyetemekről ahhoz, hogy elfogadjam a kollégáim nézetét, miszerint mindez csak üres fecsegés.”

Így hát, a történelem folyamán először, pénzügyeink sorsa nem a Wall Streeten vagy Washingtonban, sőt nem is a vállalat-tulajdonosok kezében nyugodott. Ehelyett egyetemi professzorok egy csoportja határozta meg a pénzügyek alakulását, akiknek ajtaján végül a pénzügyi szakemberek is bekopogtattak. Leszálltak elefántcsonttornyokaikból, és a modern pénzügytan főpapjaivá váltak.



## BUFFETT ÉS A MODERN PORTFÓLIÓELMÉLET

Eközben Warren Buffett, miközben energiáit a Berkshire Hathaway vállalkozásra koncentrált, egyik szemét azért a piacon tartotta. Míg a befektetési szakemberek 1973–1974-et egy csökkenő veszteségekkel terhelt időszaknak tartották, addig Buffett, Ben Graham tanítványa, mindössze a kedvező alkalmat várta. És tudta, mikor cselekedjen.

Buffett egy, a Stanford Low Schoolon elhangzott előadása során elemezte a *The Washington Post*-ba történő befektetés esetét. Mint az OID-ban közölték: „A *The Washington Post* vállalatot 80 millió dollárra értékelte a piac, amikor annak idején, 1974-ben megvettük” – emlékezett vissza később Buffett. „Ha száz elemző közül bármelyiket megkérdezted volna, mennyit ért ekkor a cég, egy sem vitatta volna, hogy 400 milliót. Nos most az egész modern portfólióelmélet és béta szerint 40 millióért megvenni kockázatosabb lett volna, mint az, ahogyan ténylegesen megvettük 80 millióért, még akkor is, ha 400 milliót ér – mert nagyobb mértékű az áringadozása. Ezen a ponton részemről végeztem a modern portfólióelmélettel.”<sup>6</sup>

A *Post* megvétele világosan jelezte, hogy Buffett olyasmibe fogott, ami szembeállíthatja a legtöbb befektetési szakemberrel. Azt is világosan kifejtette, mit gondol a modern portfólióelmélet három fő alkotóeleméről: a kockázatról, a diverzifikációról és a hatékony piacokról.

### MIT MOND BUFFETT A KOCKÁZATRÓL?

Emlékezzünk vissza, hogy a modern portfólióelméletben a kockázatot a részvényárfolyam ingadozásának mértéke határozza meg. Pályafutása során Buffett egy részvényárfolyam csökkenését mindig úgy fogta fel, mint további nyereség elérésének lehetőségét. Ha valami, akkor egy kis áresés csökkentette Buffett kockázatát. Kiemeli, hogy „A vállalatulajdonosoknak – legalábbis

mi így gondolkozunk a részvényesekről – olyan idegen a kockázat tudományos definíciója, hogy ez képtelen helyzeteket idéz elő.”<sup>7</sup>

Buffett másképpen határozza meg a kockázatot: a károsodás, a sérelem valószínűsége. Ez pedig egy vállalkozás „belső érték kockázatának” és nem a részvényárfolyam alakulásának a tényezője.<sup>8</sup> A valódi kockázat Buffett szerint az, hogy vajon az adózás utáni nyereség „biztosít-e neki [a befektetőnek] akkora profitot, mint amennyit eredetileg befektetett, plusz a kezdőtőke után egy elfogadható mértékű hozamot”.<sup>9</sup> Buffett véleménye szerint károsodás és sérelem két dolog miatt következhet be. Egyrészt a vállalkozás jövőbeli nyereségét befolyásoló elsődleges tényezők (lásd a bekeretezett szöveget) téves megítéléséből, másrészt az adók és az infláció megjósolhatatlan és befolyásolhatatlan hatására.

### Jó vagy rossz befektetés?

Hogy kiderítsük, milyen valószínűséggel realizálhatunk nyereséget a befektetésünk után, Buffett arra bátorít minket, hogy elsődlegesen négy tényezőt tartsunk szem előtt.

1. Mekkora biztonsággal tudjuk megbecsülni a vállalkozás hosszú távú gazdasági jellemzőit.
2. Mekkora biztonsággal tudjuk megítélni a vezetést mind abból a szempontból, hogy teljes mértékben képes-e kihasználni a vállalatban rejlő lehetőségeket, mind abból, hogy milyen megfontoltan használja fel a vállalat pénzáramlásait.
3. Milyen bizonyossággal lehet arra számítani, hogy a vezetés a részvényeseknek kifizeti a nyereséget ahelyett, hogy megpróbálná visszaforgatni.
4. Mennyi a vállalat vételi ára.<sup>10</sup>



Buffett számára a kockázat elválaszthatatlanul összekapcsolódik az időhorizonttal. Ha olyan szándékkal veszünk egy részvényt, hogy holnap eladjuk, akkor egy nagyon kockázatos tranzakcióba fogtunk. Annak az esélye, hogy megjósoljuk, vajon egy részvény ára egy rövid időszakban emelkedni vagy esni fog, nem nagyobb, mint feldobni egy pénzt, és megjósolni, hogy lesz-e vagy írás; az esetek felében veszíteni fogunk. Ha azonban az időhorizontot kiterjesztjük néhány évre, a tranzakció kockázatossága jelentős mértékben csökken, természetesen feltéve, hogy értelmes üzletet kötöttünk. „Ha megkérné, hogy becsüljem meg, milyen kockázatos lenne ma reggel Coca-Cola-részvényt venni, és holnap eladni – mondja Buffett –, azt mondanám, hogy ez nagyon kockázatos ügylet.”<sup>11</sup> Ám ha ma reggel Coca-Cola-részvényt veszek, és tíz évig megtartom, a kockázat Buffett gondolkodásmódja szerint nulla.

### MIT MOND BUFFETT A DIVERZIFIKÁCIÓRÓL?

Buffett kockázatról vallott nézetei meghatározzák a diverzifikációs stratégiáját, és gondolkodásmódja itt is szöges ellentéte a modern portfólióelméletnek. Ha visszaemlékszünk, a fenti elmélet szerint a jól diverzifikált portfólió elsődleges előnye, hogy csillapítja az egyes részvények áringadozását. De ha – Buffett-hoz hasonlóan – számunkra közömbös az áringadozás, akkor a diverzifikációt is más megvilágításban fogjuk látni.

„Az általunk alkalmazott stratégia eleve kizárja a diverzifikáció megszokott dogmáját” – mondja Buffett. „Sok »nagyokos« ezért azt mondja, a mi stratégiánk biztosan kockázatosabb, mint amit a hagyományos befektetők alkalmaznak. Úgy véljük, a portfólió koncentrációja jelentősen csökkentheti az esetlegesen felmerülő kockázatot, ha a befektető úgy tesz, mint ahogyan tennie kellene, azaz jobban megfontolja, hogy mibe fektet, és megnézi, elégedett-e a kiszemelt cég gazdasági jellemzőivel, mielőtt megvásárolja a részvényeit.”<sup>12</sup> Vagyis szándékosan néhány

gondosan kiválasztott részvényre koncentrálni, alaposabban tanulmányozhatjuk és jobban megismerhetjük belső értéküket. Minél többet tudunk a vállalatról, alighanem annál kevesebb kockázatot vállalunk.

„A diverzifikáció a tudatlanság elleni védelem” – magyarázza Buffett. „Ha biztosak akarunk lenni abban, hogy a piacnál ne legyen alacsonyabb hozamunk, akkor legjobb, ha minden részvényből tartunk. Nincs ezzel semmi baj. Ez tökéletesen egészséges hozzáállás bárkitől, aki nem tudja, hogyan elemezzen egy üzleti vállalkozást.” A modern portfólióelmélet sok tekintetben megvédi a befektetőket, akik nem igazán értik és tudják, hogyan kell értékelni egy vállalatot. Ezt a védelmet azonban nem adják ingyen. Buffett szerint „[a modern portfólióelmélet] azt mondja meg, hogyan legyünk átlagosak. De azt hiszem, már az ötödik osztályban is szinte bárki megmondja, hogyan legyünk átlagosak.”<sup>13</sup>

### MIT MOND BUFFETT A HATÉKONY PIACOK ELMÉLETÉRŐL?

Ha a hatékony piacok elmélete helytálló, akkor – a véletlen eshetőségtől eltekintve – lehetetlen, hogy bárki vagy bármely csoport felülmúlja a piacot, és bizonyára arra sincs esély, hogy ugyanaz a személy vagy csoport következetesen ezt tegye. De a Buffett elmúlt húsz évben nyújtott teljesítményére vonatkozó adatok mégis meggyőzően bizonyítják, hogy mindez *lehetséges*, különösen, ha hozzávesszük néhány másik tüneményes elmélet tapasztalatait, akik Buffettet követve szintén legyőzték a piacot. Mit jelent ez tehát a hatékony piacok elméletére nézve?

Buffett megfigyelte, hogy „az elmélet védelmezőit soha nem érdekelték az ellenpéldák. A vonakodás korábbi álláspontjuk megtagadásától, s ezáltal a papság demisztifikálása, nyilvánvalóan nemcsak a teológusokra jellemző.”

Könnyen össze lehet foglalni, miért nem védelmezhető a hatékony piacok elmélete:



1. A befektetők nem mindig racionálisak. A hatékony piacok elmélete szerint, mivel a befektetők minden elérhető információt felhasználnak, a piacon az árak racionális módon alakulnak ki. A viselkedépszichológia kiterjedt kutatásai azonban azt sugallják, hogy a befektetők nem rendelkeznek racionális várakozásokkal.
2. A befektetők nem kezelik megfelelően az információt. A részvényárfolyamok meghatározásakor a mélyreható elemzések helyett, amelyek felfedik a vállalatok belső értékét, szüntelenül egyszerűsített megoldásokra hagyatkoznak.
3. A teljesítmény megítélésekor használt mérce a rövid távú szempontokat hangsúlyozza, ami hosszú távon teljes mértékben lehetetlenné teszi a piac legyőzését.

Buffettnak lényegében az a problémája a hatékony piacok elméletével, hogy figyelmen kívül hagyja azokat a befektetőket, akik minden elérhető információt elemeznek, és ezáltal versenyelőnyre tesznek szert. „Az a megfigyelés, hogy a piac gyakran hatékony, helytálló, ám ebből azt a helytelen következtetést vonják le, hogy a piac *mindig* hatékony. E két állítás közt ég és föld a különbség.”<sup>14</sup>

Mindazonáltal az üzleti főiskolákon még mindig lelkiismeretesen tanítják a hatékony piacok elméletét (efficient market theory, EMT), s ez végtelen örömmel tölti el Warren Buffettot. „A félrevezetett diákok és az átejthető befektetési szakemberek, akik elhitték az EMT-t, természetesen rendkívül jó szolgálatot tettek nekünk és Graham más követőinek” – jegyezte meg Buffett fanyarul. „Bármilyen – pénzügyi, értelmi vagy pszichikai – értelemben vett küzdelemről is van szó, hatalmas előnyt jelent, ha a velünk szemben állókat arra nevelték, hogy próbálkozni sem érdemes. Önző szempontjainkat nézve, valószínűleg alapítványokat kellene létrehoznunk a tanszékek számára, hogy biztosítsuk az EMT örökös oktatását.”<sup>15</sup>

A modern elméletek dacára *van* olyan befektetési stratégia, amelyik képes felülmúlni a piacot, és ez egy teljesen új portfóliókezelési elmélet felé vezet bennünket.

## EGY ÚJ PORTFÓLIÓELMÉLET KIFEJLESZTÉSE

Manapság a befektetők egy intellektuális útkereszteződésben találják magukat. Balra fut a modern portfólióelmélet ösvénye. Ez egy olyan útirány, amely racionális befektetőket és hatékony piacot feltételez, ahol a kockázatot az árak ingadozása határozza meg, és ez egyedül széles körű diverzifikáció révén csökkenthető. Jobbra található a fókuszált portfólióelmélet. Ez egy határozottan elkülönülő, más nézeteken alapuló útirány, miszerint:

- a befektetők nem mindig racionálisak, a félelem és a főszenység ugyanis újra és újra megakadályozza őket ebben,
- a piac nem mindig hatékony, ezért az elhivatott befektetőknek mindig van lehetőségük, hogy legyőzzék a piacot,
- a kockázat nem az ártól, hanem a gazdasági értéktől függ,
- az optimális portfólió olyan fókuszált portfólió, amely – szemben azzal, amelyik azonos súlyokat oszt el egy egyes valószínűségekből álló kosárra – nagy pozíciót fektet magas valószínűséggel bekövetkező eseményekre.

Ahhoz, hogy bárki sikeresen használja a Buffett által tanított fókuszált portfólió stratégiáját, el kell felejtenie a modern portfólióelméletet. Általában könnyű elutasítani egy modellt, ha azt többnyire hasznavehetetlennek tartják; végül is átlagosnak lenni nem nagy eredmény, és büszkeségre sem ad okot. De a modern portfólióelméletnek hosszú története és mély kultúrája alakult ki. Ne számítsunk arra, hogy védelmezőit könnyű megingatni. Mind a szellemi, mind a pénzügyi tőkéjüket komolyan veszélyeztetné, ha belenyugodnának a vereségbe.

Szerencsére nem kell magunkra vállalni a modern portfólióelmélet lerombolásának feladatát. Az eljövendő események majd gondoskodnak erről. Ha követjük Buffett tanácsait, a siker, amit elkönyvelünk, végül majd elsöpri a haszontalan modellt. Bár a modern portfólióelméletnek is megvannak a maga nehézsúlyú támogatói, ne feledkezzünk meg arról, hogy a fókuszált



befektetés megszületésében a történelem legnagyobb befektetői játszottak szerepet, olyanok, mint John Maynard Keynes, Phil Fisher, Charlie Munger, Lou Simpson, Bill Ruane és Warren Buffett.

Ha a modern portfólióelmélet híveinek méltatlankodó moraja valaha is kibillent minket egyensúlyunkból, szívleljük meg, amit Ben Graham tanácsolt a tanítványainak: „Az, hogy a tömeg nem ért egyet velünk, nem jelenti sem azt, hogy nincs igazunk, sem azt, hogy igazunk van. Ha viszont adataink és okfejtésünk helytállóak, akkor igazunk van.”<sup>16</sup>

### Jegyzet

Mottó: Széles körben idézett észrevétel.

- 1 A modern pénzügyek kifejlődésének átfogó és jól megírt történelmi áttekintését lásd: *Peter Bernstein: Capital Ideas: The improbable Origins of Modern Wall Street.* (New York: The Free Press, 1992.)
- 2 Uo., 47. o.
- 3 *Jonathan Burton: Travels Along the Efficient Frontier. Dow Jones Asset Management*, 1997. május/június, 22. o.
- 4 *Bernstein: 86. o.*
- 5 Uo. 13. o.
- 6 *Outstanding Investor Digest*, 1990. április 18., 18. o.
- 7 Berkshire Hathaway Annual Report, 1993. 13. o.
- 8 A „belső érték kockázata” kifejezést John Rutledge használta először, Rutledge & Company, Greenwich, CT, *Forbes*, 1994. augusztus 29., 279. o.
- 9 Berkshire Hathaway Annual Report, 1993. 13. o.
- 10 Berkshire Hathaway Annual Report, 1993. 13. o.
- 11 *Outstanding Investor Digest*, 1994. június 23., 19. o.
- 12 Berkshire Hathaway Annual Report, 1993. 12. o.
- 13 *Outstanding Investor Digest*, 1996. augusztus 8., 29. o.
- 14 Berkshire Hathaway Annual Report, 1998. 18. o.
- 15 Uo.
- 16 *Benjamin Graham: The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel.* (New York: Harper & Row, 1973.), 287. o.

### HARMADIK FEJEZET

## Buffett-falva szuperbefektetői

„A befektetés nem az a játék, ahol a 160-as IQ-jú srác képes nyerni a 130-as IQ-jú ellen.”

Warren Buffett

A szép reményekkel kecsegtető 1920-as évek közepe táján a fiatal Ben Graham, akit akkoriban már kezdtek megismerni a Wall Streeten, azzal kereste meg a Columbia Egyetemet, ahol korábban tanult, hogy szeretne egy esti kurzust indítani értékpapír-elemzésből. Könyvet akart írni a témában, és úgy vélte, a tanítás segítene gondolatai rendezésében. A Columbia Egyetem elfogadta jelentkezését, és a kurzus bekerült az 1927-es őszi szemeszter órarendjébe.

Ezen senki nem lepődött meg jobban, mint maga Graham. Olyan sokan jelentkeztek, hogy az iskola öröket állított az ajtóba, hogy az előzetes bejelentkezők biztosan elfoglalhassák helyüket. Köztük volt a Columbia School of Business egyik fiatal adjunktusa, David L. Dodd is. A második évben még nagyobb volt az érdeklődés, mivel sokan szerették volna felvenni a kurzust annak reményében, hogy új tőzsdei tippekhez juthatnak.

A következő év 1929 volt. A téli hónapokban Grahamet teljesen lefoglalta a krach hatásainak vizsgálata mind saját maga, mind ügyfelei számára, így a könyv munkálatai várattak magukra. Megkérte korábbi tanítványát, David Doddot, hogy segítsen az írásban, de még így is csak 1934-re – a nagy válság tetőpontjára – készült el az egyszerű *Security Analysis* címet viselő,



nagyhatású mű. Graham később azt mondta, a késés gondviselészerű volt, mert lehetővé tette, hogy kamatoztassa „a sok szenvedés árán szerzett bölcsességet”.<sup>1</sup>

A *Security Analysis* általános megbecsülésnek örvendő klasszikus, öt kiadást élt meg, és hatvanöt év után még mindig kapható. Hatását a befektetés modern világára és Ben Graham kiemelkedő szakmai hozzájárulását nem lehet túlhangsúlyozni.

A Columbia Business School a két kiváló növendéke eredeti gondolatokban gazdag könyve megjelenésének ötvenéves évfordulója alkalmából emlékelőadást rendezett. Warren Buffettot, az iskola legismertebb növendékét és Graham értékalapú megközelítésének napjainkban leghíresebb védelmezőjét hívták meg előadónak.

Azon a bizonyos 1984-es napon a közönség – egyetemi tanárok, kutatók és más tudományos személyiségek, számos befektetési szakértő – soraiban sokan még mindig szilárdan kitartottak a modern portfólióelmélet és a hatékony piacok elméletének érvényessége mellett. Buffett, mint tudjuk, mindezt ugyanilyen határozottsággal ellenezte. Előadásában, melynek a „Graham- és Dodd-falva szuperbefektetői” címet adta, elmesélt pár történetet, elsütött néhány eredeti poént, és nyugodtan, határozottan lemosta a színről a hatékony piacok elméletét. Klasszikus, hamisítatlan Warren Buffett-stílusban.<sup>2</sup>

Bevezetésként sorra vette a modern portfólióelmélet lényeges állításait: a részvénytőkepiac hatékony, minden részvény helyesen van árazva, ezért ha valaki évről évre legyőzi a piacot, az egyszerűen szerencsés. Talán igen – mondta –, de ismerem néhány fickót, aki megtette, és az ő sikerüket nem lehet annyival elintézni, hogy egyszerűen szerencsésük volt.

A továbbiakban, hogy a „szerencsésnek kell lennie” érvelést jobban megvilágítsa, megkérte a hallgatóságot, hogy képzeljen el egy nemzeti pénzfeldobó versenyt, amelyben 225 millió amerikai tesz egy dollárt fejre vagy írásra. A vesztesek minden pénzfeldobás után kiesnek, a nyertesek pedig megkapják a tétet. Tíz kör után 220 ezer nyertes maradna, akik meglovagolták a szerencséjüket, és mindegyikük 1024 dollárt kapna. További tíz pöckölés után 215 nyertes lenne, egyenként egymillió dollárral.

Ha most – folytatta Buffett – az üzleti iskolák professzorai megvizsgálnák ezt a versenyt, azt találnák, hogy a pénzfeldobók semmilyen különleges képességet nem mutattak. Az egészet minden gond nélkül meg lehetne ismételni 225 millió pénz-pöckölő orángutánnal.

Kicsit továbbmenve, Buffett megengedte azt a statisztikai lehetőséget, hogy az orángutának pusztán véletlen folytán ugyanarra az eredményre jutnak. De képzeljék el – mondta a hallgatóságnak –, hogy a 215 nyertes majomból 40 ugyanabból az állatkertből jött. Nem akarnánk megkérdezni az állatgondozótól, hogy mivel etette a most már nagyon gazdag orángutánjait?

A lényeg – mondta Buffett –, hogy ha valami bármikor nagy koncentrációban fordul elő egy meghatározott területen, ott valami szokatlan történhet, amit rögtön elkezdenek vizsgálni. De mi van akkor – és ez az igazán megdönthetetlen érve –, ha ennek az egyedülálló csoportnak a tagjait nem az határozza meg, hogy hol laknak, hanem az, hogy kitől tanultak.

És itt érkeztünk el ahhoz, amit Buffett Graham- és Dodd-falva „intellektuális falunak” nevez. Az összes példa, amit aznap bemutatott, mindenki, aki hosszú időn keresztül következetesen képes volt legyőzni a piacot, ezt nem azért tette, mert szerencsés volt, hanem mert ugyanabból a forrásból tanult, Ben Graham elveit követte.

Bár e befektetők közül mindegyik másképp nevezte a maga pénzfeldobását – magyarázta Buffett –, egy hasonló megközelítés kapcsolja össze őket, amely a piaci ár és a belső érték közti eltéréseket keresi. „Szükségtelen mondani, hogy a mi Grahamünk és Doddunk nem a bétáról, a tőkepiaci árfolyamok modelljéről vagy a hozamok kovarianciáiról szokott beszélgetni” – mondta Buffett. „Ezek egyáltalán nem is érdeklik őket. Még az is lehet, hogy gondban lennének, ha definiálni kellene ezeket a kifejezéseket.”

Egy, az 1984-es beszédére alapozott cikkében Buffett közölt néhány táblázatot, amely Graham- és Dodd-falva lakóinak lenyűgöző eredményeit mutatta be.<sup>3</sup> Tizenöt év távlatából azt hiszem, érdekes lehet visszatekinteni azokra az emberekre, akik Graham megközelítésének helyességét példázzák, és akik Buffett nézeteit is osztják a kisszámú részvényt tartalmazó fókuszált portfólió



hasznáról. Úgy gondolok rájuk, Charlie Mungerre, Lou Simpson-ra, Bill Ruane-ra és természetesen magára Buffettra, mint Buffett-falva szuperbefektetőire. A teljesítményükről készített feljegyzésekből sokat tanulhatunk. De mielőtt belevágunk vizsgálódásainkba, kezdjük az első fókuszált befektetővel.

## JOHN MAYNARD KEYNES

A legtöbb ember Keynesnek a közgazdasági elméletben elért eredményeit méltányolja. Azon túl, hogy nagy makroökonómiai gondolkodó, Keynes legendás befektető is volt. A befektetésben tanúsított bátorságát a cambridge-i King's College Chest Fund nevű alapjának teljesítményét mutató adatok bizonyítják.

1920 előtt a King's College befektetései csak kamattípusú értékpapírokra korlátozódtak. Mikor azonban Keynest 1919 végén kinevezték helyettes egyetemi pénztárosnak, meggyőzte a vezetőséget, hogy nyissanak egy elkülönített alapot, amely csak részvényeket, valutát és árupiaci határidős termékeket tartalmazna. Ez a külön számla lett a Chest Fund. 1927-től – mikor egyetemi pénztáros lett – 1945-ben bekövetkezett haláláig egyedül ő volt felelős ezért a számláért.

Keynes 1934-ben, ugyanabban az évben, mikor a Security Analysis megjelent, írta azt a levelet egy munkatársának (lásd az 1. fejezetben), amelyben megmagyarázza, miért tartja jobbnak, ha befektetéseit mindössze néhány vállalatra korlátozza. Négy évvel később készített a Chest Fund számára a célkitűzésekről egy teljes jelentést, amelyben kiemelte a befektetési elveit:

1. „Néhány befektetés gondos kiválasztása, figyelembe véve a – többéves időszakon értelmezett – valóságos és potenciális *belső* [kiemelés tőle] értékükhöz, valamint más, aktuális befektetési lehetőségekhez viszonyított alacsonyabb árukat.
2. Ezekben elfogadhatóan nagy pozíciót vállalva állhatatosan, tűzön-vízen keresztül megtartani akár több éven át, mindaddig, míg be nem váltják a hozzájuk fűzött remé-

nyeket, vagy amíg nyilvánvalóvá nem válik, hogy hiba volt megvenni őket.

3. Egy *kiegyensúlyozott* [a szerző kiemelése] befektetési pozíció azt jelenti, hogy egyes nagy részesedések helyett változatos, lehetőleg egymással ellentétes kockázatú elemeket tartalmaz.”<sup>4</sup>

Keynes befektetési irányelvei az én olvasatomban azt sugallják, hogy ő fókuszált befektető volt. Szándékosan néhány kiválasztott részvényre koncentrált, és az árhoz viszonyított értéket fundamentális elemzésre támaszkodva becsülte meg. Szerette nagyon alacsony szinten tartani a portfólió cserélődését. Felismerte a kockázat szétterítésének jelentőségét. Úgy vélem, hogy a kockázat mérséklésének stratégiája azt jelentette, hogy jól felmérhető vállalkozásokra fókuszált, változatos gazdasági pozíciót kialakítva.

Milyen teljesítményt nyújtott Keynes? A 3.1. táblázat gyors áttanulmányozása megmutatja, hogy kitűnő készséggel választotta ki a részvényeket, és kezelte a portfóliót. A tizennyolc éves időszak alatt a Chest Fund átlagosan 13,2 százalékos hozamot ért el, miközben az átlagos angol piaci hozam gyakorlatilag nulla közeli volt. Figyelembe véve, hogy az említett időszak a nagy válságot és a második világháborút is felöleli, azt kell mondanunk, hogy Keynes teljesítménye kiemelkedő volt. Emellett a Chest Fund néhány fájdalmas időszakot is túlélte. Értéke három különböző évben (1930, 1938 és 1940) is jelentősebb mértékben esett, mint az angol piac egésze. „Az alap vagyonának nagymértékű kilengései alapján nyilvánvaló, hogy sokkal nagyobb az áringadozása, mint a piacnak.”<sup>5</sup> Valóban, ha megmérjük a Chest Fund szórását, azt találjuk, hogy a teljes piacnál két és félszer nagyobb volt az áringadozása. Az alapba fektetőknek kétség kívül rázós útjuk volt, de végül jelentős különbséggel felülmúlták a piacot.

Mielőtt azt gondolnánk Keynesről, hogy a makroökonómiai ismeretei birtokában jól tudta időzíteni a piaci folyamatokat, vessünk még egy pillantást befektetési politikájára.

„Nem voltunk képesek számottevő előnyre szert tenni azáltal, hogy a kereskedés különböző konjunkturális szakaszaiban



módszeresen rámozdultunk egyes részvényekre, vagy eladtuk őket. E tapasztalatok alapján tisztában vagyok azzal, hogy a piaci elmozdulások meglovaglása számos ok miatt nem megvalósítható, és valójában nemkívánatos elképzelés. Azok, akik az utolsó pillanatban próbálnak meg üzletet kötni, és mindezt túl gyakran teszik, többnyire komoly költségekbe verik magukat, és túlságosan zavaros és spekulatív gondolkodásmódot fejlesztenek ki, amely ha széles körben elterjed, mindezen felül az egész társadalomra nézve komoly károkat okoz, mivel súlyosbítja az árfolyamok hullámozását.”<sup>6</sup>

3.1. táblázat. John Maynard Keynes

Év	Éves változás (%)	
	Chest Fund	Brit piac
1928	0,0	0,1
1929	0,8	6,6
1930	-32,4	-20,3
1931	-24,6	25,0
1932	44,8	-5,8
1933	35,1	21,5
1934	33,1	-0,7
1935	44,3	5,3
1936	56,0	10,2
1937	8,5	-0,5
1938	-40,1	-16,1
1939	12,9	-7,2
1940	-15,6	-12,9
1941	33,5	12,5
1942	-0,9	0,8
1943	53,9	15,6
1944	14,5	5,4
1945	14,6	0,8
Átlagos hozam	13,2	-0,5
Szórásnégyzet	29,2	12,4
Minimum	-40,1	-25,0
Maximum	56,0	21,5

## A BUFFETT TÁRSASÁG

Mikor Buffett 1956-ban visszatért Omahába, miután Ben Graham feloszlatta a befektetési vállalatát, alapított egy korlátolt felelősségű befektetési társaságot, amivel már a 2. fejezetben megismerkedtünk. Az induláskor az összes tőkéjük 105 100 dollár volt – 105 ezer a kültagoktól és egy 100 dolláros hozzájárulás Buffett részéről. Buffett kemény célt tűzött ki maga elé: évente tíz ponttal felülmúlni a Dow Jones ipari indexet. Ezt elérte, és még sokkal többet is. A társaság tizenhárom éves fennállása alatt a Dow Jonesnál évente átlagosan 22 százalékponttal magasabb hozamot tudhatott magáénak. Ez idő alatt egyetlen veszteséges évük sem volt. 1965-re a társaság eszközei 26 millió dollárt tettek ki.

A Buffett Társaság 1957 és 1969 között működött, és hozamai (3.2. táblázat) figyelemreméltóak, de bizonyos szempontból rendellenesek voltak. Figyelemreméltóak azért, mert Buffett ebben az időszakban jelentősen – huszonkét százalékponttal – lefőzte a Dow Jones átlagos hozamát, és rendellenesek annyiban, amennyiben ezt a hozamot mérsékeltebb áringadozás mellett érte el. A 3.2. táblázatban megfigyelhetjük, hogy a szórást, ami az áringadozás egy másfajta kifejezése, alacsonyabb, mint a Dow Jonesé. Buffett a rá jellemző szerény stílusban egy alkalommal csöndesen megjegyezte: „Azt hiszem, akárhogy is nézzük, ez kielégítő.”<sup>7</sup>

Hogyan csinálta? Hogyan volt képes elkerülni az áringadozást, ami általában a fókuszált portfóliók velejárója? Két magyarázat lehetséges. Az egyik, hogy olyan értékpapírokat tartott a portfólióban, amelyek árai eltérő módon mozogtak. Bár én biztos vagyok abban, hogy nem szándékosan állított össze olyan alacsony kovarianciájú portfóliót, amely a gondos megtervezés révén megfelelő mértékben változatos ahhoz, hogy kisimítsa az út „hepehupáit”. Egy másik lehetséges magyarázat, amely sokkal valószínűbb, hogy Buffett gondos és fegyelmezett próbálkozása, hogy csak olyan részvényeket vegyen, amelyeket jóval a belső értékük alatt kínálnak, mérsékelte az áresés kockázatát, viszont a fellendülés révén elérhető hozamot nem.



3.2. táblázat. Buffett Társaság

Év	Éves változás (%)	
	Teljes társaság	Dow Jones ipari átlag
1957	10,4	-8,4
1958	40,9	38,5
1959	25,9	20,0
1960	22,8	-6,2
1961	45,9	22,4
1962	13,9	-7,6
1963	38,7	20,6
1964	27,8	18,7
1965	47,2	14,2
1966	20,4	-15,6
1967	35,9	19,0
1968	58,8	7,7
1969	6,8	-11,6
Átlagos hozam	30,4	8,6
Szórásnégyzet	15,7	16,7
Minimum	6,8	-15,6
Maximum	58,8	38,5

## A CHARLES MUNGER TÁRSASÁG

Warren Buffettot gyakran a világ legnagyobb befektetőjeként emlegetik, és nem érdemtelenül. A Berkshire Hathaway hosszú évek során elért kimagasló eredménye azonban nemcsak Buffett-nak köszönhető, hanem az elnökhelyettes, Charles Munger bölcs tanácsainak is. A *The Warren Buffett Way*-jel kapcsolatban csak azt sajnálom, hogy nem helyeztem akkora hangsúlyt Charlie szerepére, amekkorát Buffett gondolkozásának és a Berkshire vagyonának alakításában játszott szerepe révén megérdemelt volna. Noha a Berkshire nyereségét az elnökének tulajdonítják, ne feledjük, hogy maga Charlie is kitűnő befektető. Azok a befektetők, akik ellátogatnak a Berkshire éves közgyűlésére, vagy elolvassák Charlie gondolatait az *Outstanding Investor Digest* nevű kiadványban, felismerik, hogy milyen kitűnő elme.

3.3. táblázat. Charles Munger Társaság

Év	Éves változás (%)	
	Teljes társaság	Dow Jones ipari átlag
1962	30,1	-7,6
1963	71,7	20,6
1964	49,7	18,7
1965	8,4	14,2
1966	12,4	-15,8
1967	56,2	19,0
1968	40,4	7,7
1969	28,3	-11,6
1970	-0,1	8,7
1971	25,4	9,8
1972	8,3	18,2
1973	-31,9	-13,1
1974	-31,5	-23,1
1975	73,2	44,4
Átlagos hozam	24,3	6,4
Szórásnégyzet	33,0	18,5
Minimum	-31,9	-23,1
Maximum	73,2	44,4

„1960-ban futottunk össze – mesélte Buffett –, és azt mondtam neki, hogy a jogáskodás nem rossz hobbinak, de ennél többre is képes.”<sup>8</sup> Charlie a Harvard jogi karán diplomázott, és akkoriban sikeres ügyvédi irodát vezetett Los Angelesben. Buffett azonban meggyőzte, hogy forduljon a befektetések felé. Tevékenysége eredményét a 3.3. táblázatban találjuk. „A portfóliója nagyon kevés részvényre koncentrált, ezért nagy áringadozás jellemezte – magyarázta Buffett –, viszont hasonló diszkont áras megközelítésen alapult.” Charlie követte Graham módszerét, és csak olyan vállalatokkal foglalkozott, amelyeket a belső értékük alatt kínáltak. „Teljesítményében hajlandó volt nagyobb csúcsokat és mélypontokat is elviselni, és olyan fickó volt, aki nagyon tudott összpontosítani.”

Vegyük észre, hogy Buffett nem használta a *kockázat* kifejezést, amikor Charlie teljesítményéről beszélt. A kockázat hagyományos definícióját (az árfolyam-ingadozás mértékét) te-



kintve azt kell mondanunk, hogy Charlie társasága rendkívül kockázatos volt, a szórása csaknem a piaci kétszerese. De az éves átlagos piaci hozamot 18 ponttal túlszárnyalni nem egy vakmerő emberre, hanem egy körültekintő befektetőre vall, aki néhány kitűnő részvényre fókuszál, melyeket jóval a számított értékük alatt adnak el.

## A SEQUOIA ALAP

Buffett először 1951-ben találkozott Bill Ruane-nel, mikor mindketten Ben Graham értékpapír-elemzésről szóló előadásaira jártak a Columbián. A két csoporttárs nem szakította meg a kapcsolatot egymással, és Buffett az évek során elismeréssel szemlélte Ruane befektetési teljesítményét. Mikor Buffett 1969-ben megszüntette befektetési társaságát, kapcsolatba lépett Ruane-nel. „Megkérdeztem Billt, nem indítana-e egy alapot, hogy átvegye a volt tagokat, így hát megalapította a Sequoia Alapot.”

Mindketten tudták, hogy nehéz idők járnak egy befektetési alap indításához, de Ruane belevágott. Az értékpapírtőzsde két részre oszlott. A spekulációs tőke nagyobb része a Nifty-Fifty-be (az IBM-hez és a Xeroxhoz hasonló nagyvállalatokba) áramlott, amelyek messze maguk mögött hagyták a belső értéküknél olcsóbb részvényeket. Noha, mint Buffett kifejtette, a belső értékük miatt vásárolt részvényekbe fektetők számára kezdetben nehezebb volt megfelelő teljesítményt felmutatni, „Örömmel mondhatom el, hogy a partnereim meglepő mértékben kitartottak mellette, sőt további forrásokat bocsátottak rendelkezésére, jó eredménnyel”.<sup>9</sup>

A Sequoia Alap igazi úttörő volt, az első befektetési alap, amelyet a fókuszált befektetés elvei alapján működtettek. Birtokunkban van a Sequoia részesedéseinek nyilvántartása, amely világosan mutatja, hogy Bill Ruane és társa, Rick Cuniff szigorúan fókuszált, alacsony forgási sebességű portfóliót kezeltek. A Sequoia átlagosan hat és tíz közötti részvényt tartott, ezek a portfóliónak több mint 90 százalékát képviselték. A portfólió így is széles gazdasági változa-

tosságot mutatott, és jelenleg is azt mutat. Ruane gyakran kiemelte, hogy bár a Sequoia egy fókuszált portfólió, az üzletágak egészen széles palettájáról tartalmaz vállalatokat, beleértve kereskedelmi bankoktól kezdődően a gyógyszeripari cégeken át a gépjárműipari, vagyon- és balesetbiztosítási cégeket is.

Bill Ruane nézőpontja sok tekintetben egyedülálló a befektetési alapok kezelői körében. A befektetésmenedzsment általában a portfóliókezelésre vonatkozó feltételezésekkel kezdődik, aztán különféle részvényekkel töltik meg a portfóliót. Ruane és Cuniff cégénél a lehető legjobb részvények kiválasztásának gondolatával kezdik, és e választás köré szervezik a portfóliót.

A lehető legjobb részvények kiválasztása természetesen magas szintű kutatást igényel, és ezen a ponton Ruane és Cuniff társasága megint csak elkülönül az üzletág többi részétől. A cég kivívta a „legragyogóbb elmével rendelkező vállalatvezetők” megtisztelő címet. Tartózkodnak a Wall Street-i brókerek számára készülő elemzésektől, ehelyett a vállalatokat érintő saját beható vizsgálataikra hagyatkoznak. „Nem sokat adunk a munkaköri beosztásra a cégnél – mondta egy ízben Ruane –, [de] ha adnánk, a névjegyen az állna: Bill Ruane, kutató-elemző.”

„Ez a gondolkodás szokatlan a Wall Streeten” – magyarázza. „Az emberek általában elemzőként kezdik a karrierjüket, de arra törek-szenek, hogy megkapják a nagyobb presztízzsel bíró portfóliókezelő kinevezést, amit egy élesen elkülönülő, magasabb funkciónak tartanak. Ezzel ellentétben mi mindig is úgy gondoltuk, hogy ha valaki hosszú távú befektető, akkor az elemző funkció a csúcs, és a portfóliókezelő csak alatta helyezkedik el.”<sup>10</sup>

Hogy miképp szolgálta ez az egyedülálló megközelítés a részvényeseiket? A 3.4. táblázat a Sequoia Alap 1971-től 1997-ig tartó befektetési teljesítményét foglalja össze. A Sequoia ezen időszak alatt a Standard & Poor's 500-as indexének 14,5 százalékhöz képest évente átlagosan 19,6 százalékos hozamot tudhatott magáénak. Más fókusz-portfóliókhoz hasonlóan, a Sequoia ezt az átlag fölötti hozamot kissé rázósabb úton érte el. A piac szórása (amely, emlékezzünk, az áringadozás kifejezésének egy módja) 16,4% volt, a Sequoia-é viszont 20,6%. Ezt hívhatnánk magasabb kockázatnak is, de figyelembe véve az odafigyelést és az igyekezetet, amelyet Ruane és Cuniff cége tanúsít a



részvények kiválasztásakor, a kockázat hagyományos értelmezése itt nem alkalmazható.

3.4. táblázat. Sequoia Fund, Inc.

Év	Éves változás (%)	
	Sequoia Fund	S&P 500
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	-24,0	-14,8
1974	-15,7	-26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	-7,4
1978	23,9	6,4
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	-5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984	18,5	6,1
1985	28,0	31,6
1986	13,3	18,6
1987	7,4	5,2
1988	11,1	16,5
1989	27,9	31,6
1990	-3,8	-3,1
1991	40,0	30,3
1992	9,4	7,6
1993	10,8	10,0
1994	3,3	1,4
1995	41,4	37,5
1996	21,7	22,9
1997	42,3	33,4
Átlagos hozam	19,6	14,5
Szórásnégyzet	20,6	16,4
Minimum	-24,0	-26,4
Maximum	72,3	37,5

## LOU SIMPSON

1996 elején a Berkshire Hathaway befejezte a GEICO, Inc., az ország akkor hetedik legnagyobb, gépjármű-biztosítással foglalkozó cégének a megszerzését. Egy hosszú, nyereséges kapcsolat betetőzése volt ez.

Azok számára, akik figyelemmel kísérték Warren Buffett tevékenységét az évek folyamán, a GEICO nem ismeretlen név. A vállalatot nagyra becsülik Berkshire Hathaway-ben. Buffettnek eredetileg Ben Graham, az akkori igazgató mutatta be a GEICO-t. Igazi Buffett stílusban, egy hideg januári szombat reggel elutazott a GEICO központjába, hogy jobban megismerje a vállalkozást. Lorimer Davidson, Graham helyettese (később ő lett a vezérigazgató) egy gyors kiselőadást tartott neki a cég versenyelőnyéről.

Mikor visszatért Omahába, és dolgozni kezdett apja bróker-cégében, ügyfeleinek igyekezett GEICO-részvényeket venni. Még egy elemzést is írt a GEICO-ról a *The Commercial and Financial Chronicle*-ben, amelynek ezt a címet adta: „Az értékpapír, amit a legjobban kedvelek”. 1951 végére a fiatal Buffett összes vagyonának – 10 000 dollárnak – a 65 százalékát a GEICO-ba fektette.

Az 1970-es évek elején gondok merültek fel a GEICO-nál. Az évek óta tartó alulárazás veszteségeket eredményezett, és csaknem csődbe juttatta a vállalatot. Buffett azonban, a saját tanait alkalmazva, tántoríthatatlan volt. Meg volt győződve róla, hogy a szóban forgó vállalat megbízható, mindössze átmeneti nehézségekkel küszködik, és az ezzel járó alacsony árfolyam miatt kiváltképp jó vétel, ezért elkezdte felvásárolni a részvényeket. 1980-ra a Berkshire Hathaway-en keresztül 45,7 millió dollárért a vállalat részvényeinek 33 százalékát birtokolta.

Akkoriban Buffett mást is megszerzett, ami közvetlen előnyöket jelentett a GEICO pénzügyi helyzetét illetően. A neve Lou Simpson volt.

Simpson, aki egyetemi fokozatot szerzett közgazdaságtanból a Princetonon, a Stein Roe & Farnhamnél és a Western Asset Managementnél is dolgozott, mielőtt Buffett 1979-ben átcsábí-



totta a GEICO-hoz. Az állásinterjúra Buffett úgy emlékszik vissza, hogy Lounak „ideális alkata volt a befektetéshez”.<sup>11</sup> Lou másoktól függetlenül tudott gondolkodni, magabiztos volt a saját kutatásait illetően, és „semmilyen élvezetet nem talált abban, hogy a tömeggel együtt vagy azzal ellentétesen cselekedjen”.

Lou falja a könyveket, és nem veszi figyelembe a Wall Street elemzéseit, ehelyett az éves jelentéseket bújja. Buffett-hoz hasonló módon választja ki a részvényeket. Csak olyan nagy nyereséget elérő vállalatokból vásárol, amelyek vezetése rátermett, és méltányolandó áron adják. Louban és Buffettban valami más közös is van. Lou is csak néhány részvényre fókuszálja a portfólióját. A GEICO milliárd dolláros értékű portfóliója általában tíznél kevesebb különböző részvényt tartalmaz.

1980 és 1996 közt a részvényhozam a GEICO-nál elérte az évi átlagos 24,7 százalékot, miközben a piac csak 17,8 százalékot hozott (lásd a 3.5. táblázatot). „Ezek nem csak elképesztő számok – mondja Buffett –, hanem, ami még ennél is fontosabb, megfelelő módon elért eredmények. Lou következetesen alulértékelt részvényekbe fektetett, ami az ő esetében nem fenyegetett hosszan tartó veszteségekkel, vagyis szinte kockázatmentesnek mondható.”<sup>12</sup> Újra láthatjuk, hogy Buffett fejében a kockázat fogalmának semmi köze az áringadozáshoz, sokkal inkább ahhoz a bizonyossághoz, hogy az egyes részvények idővel nyereséget hoznak.

Simpson teljesítménye és befektetési stílusa pontosan illik Buffett gondolkozásához. „Lou ugyanazt a konzervatív, koncentrált megközelítést alkalmazza a befektetésekre, mint mi a Berkshire-ben, és hatalmas öröm számunkra, hogy nálunk dolgozik” – mondja Buffett.<sup>13</sup> Buffett nagyra becsüli Simpson-t. „Nagyon kevés ember van, akinek megengedem, hogy tulajdonunkban lévő vállalkozásokat vezessen, vagy a pénzünket kezelje, de Lou esetében el vagyok ragadtatva.”<sup>14</sup> „Jelenléte biztonság, hogy bármi történne Charlie-val vagy velem, azonnal elérhető volna valaki, aki különleges szakértelmével átvehetné a Berkshire befektetéseinek kezelését.”<sup>15</sup>

3.5. táblázat. Lou Simpson, GEICO

Év	Éves változás (%)	
	GEICO-részvények	S&P 500
1980	23,7	32,3
1981	5,4	-5,0
1982	45,8	21,4
1983	36,0	22,4
1984	21,8	6,1
1985	45,8	31,6
1986	38,7	18,6
1987	-10,0	5,1
1988	30,0	16,6
1989	36,1	31,7
1990	-9,1	-3,1
1991	57,1	30,5
1992	10,7	7,6
1993	5,1	10,1
1994	13,3	1,3
1995	39,7	37,6
1996	29,2	37,6
Átlagos hozam	24,7	17,8
Szórásnégyzet	19,5	14,3
Minimum	-10,0	-5,0
Maximum	57,1	37,6

Buffett, Munger, Ruane, Simpson. Világos, hogy Buffett-falva lakói közös szemlélettel közelítik meg a befektetést. Eszerint a kockázat csökkentésének módja, ha csak akkor vesznek részvényeket, amikor az árkülönbség (a vállalat belső értéke és az aktuális piaci ár közötti kedvező eltérés) nagy. Abban is hisznek, hogy a portfólió korlátozott számú nagy valószínűségű esemény köré koncentrációja nemcsak csökkenti a kockázatot, de a jóval a piaci hozam fölötti hozamok elérését is elősegíti.

Mikor ezeknek a sikeres befektetőknek példáját hangsúlyozzuk, sokan még mindig szkeptikusak maradnak: talán sikerük a szoros szakmai kapcsolatokon alapszik. De ha megnézzük ezeket a nagyszerű részvénykiválasztókat, kiderül, hogy mindannyian más részvényeket szemeltek ki. Buffett nem abba fekte-



tett be, amibe Munger, Munger nem tartotta azt, amit Ruane, és Ruane sem, amit Simpson, és senki nem birtokolta azokat a részvényeket, amit annak idején Keynes.

Nos, ez talán igaz, mondják a hitetlenek, de mindössze öt példát mutattunk be a fókuszált befektetőkre. Öt megfigyelés nem elegendő ahhoz, hogy statisztikailag értelmes következtetést vonhassunk le. Egy olyan iparágban, ahol több ezer portfóliómenedzser ténykedik, öt sikeres eset akár a véletlen műve is lehet.

Hogy megcáfoljuk azt a vélekedést, miszerint Buffett-falva szuperbefektetői nem többek, mint statisztikai hiba, egy szélesebb területet kell megvizsgálnunk. Sajnos, nem tudunk nagyszámú fókuszált befektetőt tanulmányozni. Mit tehetünk ebben az esetben? Belépünk egy statisztikai laboratóriumba, és megalakítunk egy 12 ezer portfólióból álló sokaságot.

## HÁROMEZER FOKUSZÁLT BEFEKTETŐ

A részvények hozamaira vonatkozó Compustat adatbázist használva elkülönítettünk 1200 vállalatot, amely mérhető adatokat mutatott, beleértve a bevételt, nyereséget és a sajáttőkearányos nyereséget, az 1979-től 1996-ig terjedő időszakban.<sup>16</sup> Ezután ebből az 1200 vállalatból számítógép segítségével 12 ezer, különböző méretű portfóliót állítottunk össze véletlenszerűen:

1. 3000 db 250 részvényből álló portfóliót,
2. 3000 db 100 részvényből álló portfóliót,
3. 3000 db 50 részvényből álló portfóliót,
4. 3000 db 15 részvényből álló portfóliót.

Ezt követően mindegyiknek kiszámították az éves átlagos hozamát két – egy tízéves és egy tizenhét éves – időszakra, a hozamok eloszlását a 3.1. és a 3.2. ábrán tüntettük fel. Majd ugyanezekre az időszakokra összehasonlítottuk a négy portfóliócsoport hozamát a piaci (vagyis az S&P 500 index) hozamával. Mindezek alapján egy kulcsfontosságú megállapítás született: minden olyan esetben, amikor csökkentettük a portfólió-

ban lévő részvények számát, a piacit meghaladó hozamok valószínűsége növekedni kezdett.

Nézzük ezt egy kicsit alaposabban a tízéves időszakokkal kezdve (3.1. ábra). Mind a négy csoportnak 13,8 százalék körül van az évi átlagos hozama; az S&P átlaga erre az időszakra valamivel magasabb, 15,2%. Két fontos dolgot nem szabad figyelmen kívül hagynunk: az S&P súlyozott index, amelyben a legnagyobb vállalatok dominálnak, és a szóban forgó időszakban a legjobban tőkésített vállalatok különösen jól teljesítettek. A mi vizsgálatunkban a portfóliókban minden részvény egyenlő súllyal szerepel, és nemcsak a tőkeerős vállalatokéi, hanem a kis- és közepes vállalatokéi is. Azt mondhatjuk tehát, hogy a „laboratóriumi” portfóliókból álló négy csoport nagyjából hasonló színvonalon teljesített, mint a piac egésze.

A dolog a minimum/maximum értékek – vagyis minden csoportban a legrosszabbul és a legjobban teljesítő portfóliók – vizsgálatával kezd érdekessé válni. A következő észrevételeket tettük:

1. A 250 részvényes portfóliók között a legmagasabb hozam 16, a legalacsonyabb pedig 11,4 százalék volt.
2. A 100 részvényes portfóliók között a legmagasabb hozam 18,3, a legalacsonyabb pedig 10 százalék volt.
3. A 50 részvényes portfóliók között a legmagasabb hozam 19,1, a legalacsonyabb pedig 8,6 százalék volt.
4. A 15 részvényes portfóliók között a legmagasabb hozam 26,6, a legalacsonyabb pedig 4,4 százalék volt. Ezek voltak vizsgálódásainkban a fókuszált portfóliók, az egyedüli csoport, amelynek legjobb hozamai lényegesen magasabbak az S&P-nél.

Relatívén ugyanezek a trendek érvényesülnek a hosszabb, tizenhét éves időszak alatt (3.2. ábra), vagyis a kisebb portfóliók alacsonyabb mélypontokat és magasabb csúcsokat mutatnak, mint a nagyok. Ez két nyilvánvaló következtetéshez vezet:

1. Fókuszált portfólióval sokkal nagyobb az esélyünk, hogy túlszárnyaljuk a piacot.



2. Fokuszált portfólióval arra is nagyobb az esélyünk, hogy a piacnál rosszabb teljesítményt érjünk el.

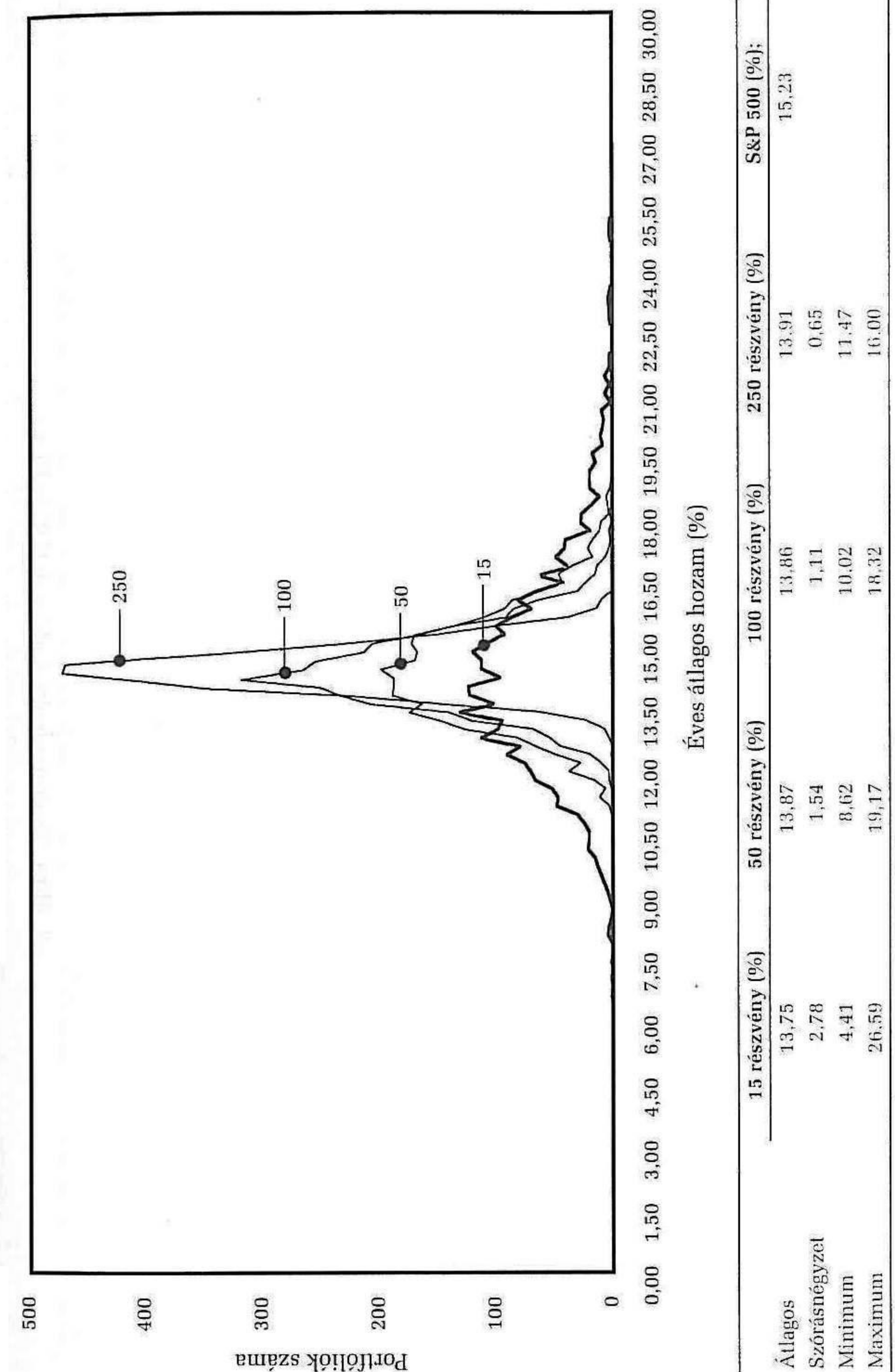
Az első számú konklúziót megerősítendő a szkeptikusok számára találtunk néhány figyelemre méltó statisztikát a tízéves adatok osztályozásakor:

1. A 3000 15 részvényt tartalmazó portfólióból 808 múlta felül a piacot.
2. A 3000 50 részvényt tartalmazó portfólióból 549 múlta felül a piacot.
3. A 3000 150 részvényt tartalmazó portfólióból 337 múlta felül a piacot.
4. A 3000 250 részvényt tartalmazó portfólióból 63 múlta felül a piacot.

Úgy vélem, ez meggyőzően bizonyítja, hogy a portfólió méretének csökkenésével növekednek a valószínűségek. Ha 15 részvényből álló portfóliónk van, 1:4-hez az esélyünk, hogy jobb eredményt érjünk el a piacnál. 250 részvényes portfólióval az arány 1:50-hez.<sup>17</sup>

Egy másik fontos tényező a következő: kutatásunkban nem vettük figyelembe a kereskedéssel együtt járó költségeket; nyilvánvaló, ahol nagyobb a forgási sebesség, a költségek is emelkednek. Ha ezeket is ábrázolnánk a grafikonon, az éves hozamok balra tolódnának, ami még nehezebbé tenné a piac legyőzését.

A második következtetés egyszerűen megerősíti az intelligens részvénykiválasztás kivételes fontosságát. Nem véletlen egybeesés, hogy Buffett-falva superbefektetői elsőrangúan képesek kiválasztani a részvények legjavát. Ha nem a megfelelő részvényeket válogatjuk ki, ez a rossz teljesítményben azonnal tükröződik. A superbefektetők hatalmas hozamait épp az a hajlandóságuk tette lehetővé, hogy portfólióikat a legjobb ötleteikre fókuszálják – ez a pont kristálytisztává válik, ha megvizsgáljuk a Berkshire Hathaway részvényeit.



3.1. ábra. Tízéves időszak (1987–1996)

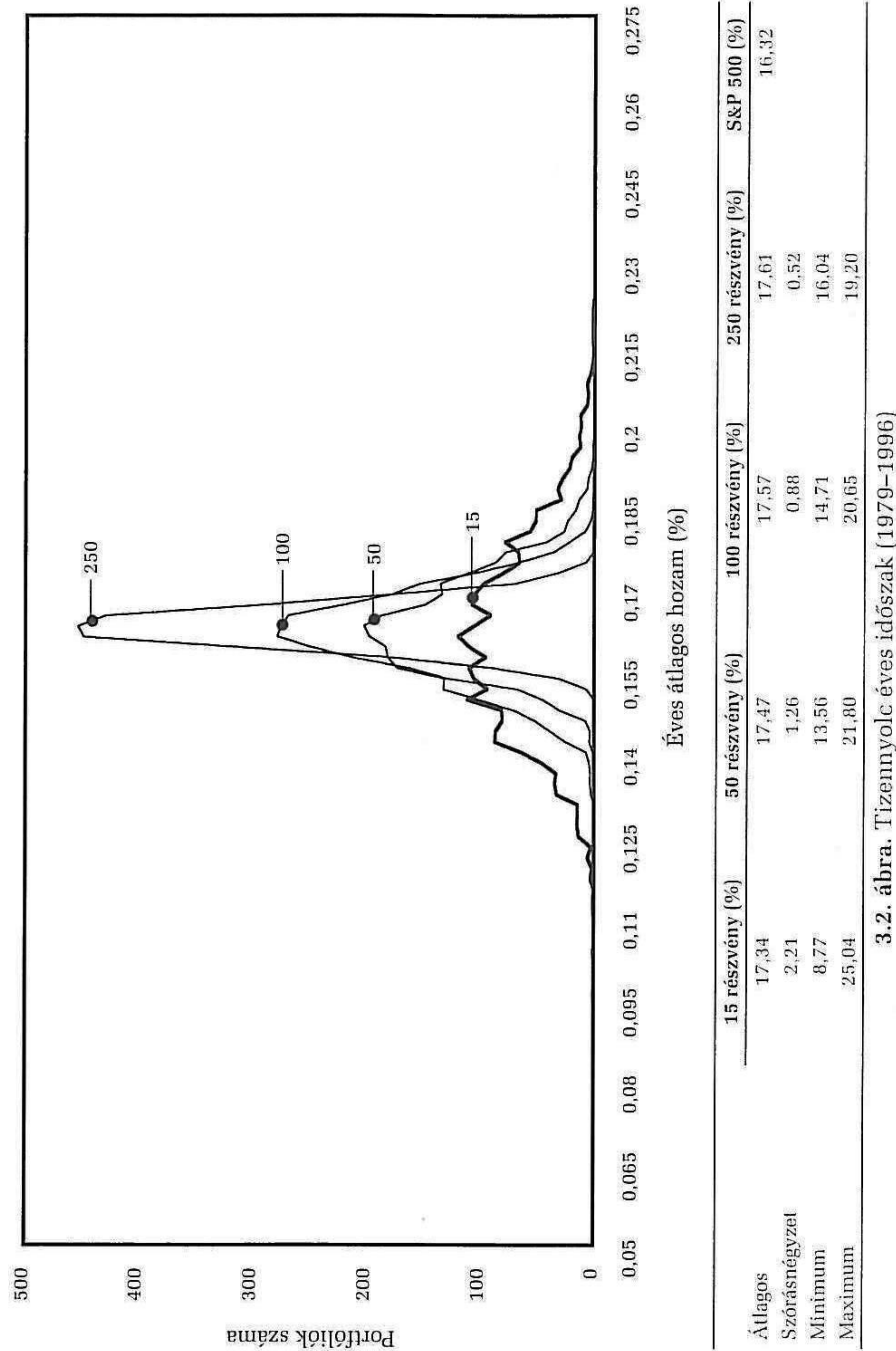


## BERKSHIRE HATHAWAY

Az elmúlt harminchárom évben (1965–1997) a Berkshire Hathaway egy részvényre jutó könyv szerinti értéke évente átlagosan 24,9 százalékkal nőtt – ez csaknem kétszerese az S&P 500-as indexnek (lásd a 3.6. táblázatot). Ez az ütem azt jelenti, hogy a Berkshire egy részvényre jutó könyv szerinti értéke 2,9 évente duplázódott meg. Most már érthető, miért van olyan sok Berkshire Hathaway milliomos. Harminc évre fektettek be átlag fölötti hozamon.

A könyv szerinti érték jó mérce a vállalat hosszabb időtávú fejlődésének a megítéléséhez, de összezavarja a portfóliókezeléssel kapcsolatos vizsgálatunkat. A Berkshire Hathaway könyv szerinti értéke nemcsak a részvényeket tartalmazza, hanem a kamattípusú befektetéseket és a kevés szereplő kezében összpontosuló vállalatokat. A könyv szerinti értéket vizsgálva, a Berkshire-rel azonos csoportba soroltuk a See's édességüzlet, a Nebraska bútorkereskedelem, a Buffalo News, a Flight Safety és a Scott Fetzer könyv szerinti értékét is. De milyen következtetésre jutnánk, ha többi befektetőtől elválasztva vizsgálnánk a Berkshire közöségi részvényeinek portfólióját? Az eredmények káprázatosak.

Az elemzés céljából elkülönítettük a Berkshire-nek az 1988-tól 1997-ig az éves jelentésben közzétett részvényportfólióját (lásd a 3.7. táblázatot). A vizsgálatunkat csak a felsorolt elsődleges részvényekre korlátoztuk, és nem vettük figyelembe az „egyéb közöségi részvények”-ként hivatkozott csoportot. Mivel ezeket a részvényeket nem tudjuk azonosítani, és mivel a részvényportfóliónak egyébként is kis százalékát képviselik, ha a vizsgálatból kitöröljük hozamaikat, az nem változtatja meg jelentős mértékben az eredményeket. Még egy apró figyelmeztetés: a Berkshire a részvényállományokat az év végén veszi számba. De céljainkból kifolyólag feltételeztük, hogy január 1-jén is változatlanul birtokolják ezeket az értékpapírokat. Buffett természetesen kereskedett velük év közben, így az év végi állományokból számított éves hozamok nem tükrözik tökéletesen a valóságot. A pozíciók nagy részét azonban egész évben megtartották, és figyelembe véve, hogy tízéves időszaktól vizsgálunk, úgy vélem, az eltérés nem jelentős.





3.6. táblázat. Berkshire Hathaway Inc.

Év	Éves változás (%)	
	A Berkshire egy részvényre jutó könyv szerinti értéke	S&P 500
1965	23,8	10,0
1966	20,3	-11,7
1967	11,0	30,9
1968	19,0	11,0
1969	16,2	-8,4
1970	12,0	3,9
1971	16,4	14,6
1972	21,7	18,9
1973	4,7	-14,8
1974	5,5	-26,4
1975	21,9	37,2
1976	59,3	23,6
1977	31,9	-7,4
1978	24,0	6,4
1979	35,7	18,2
1980	19,3	32,3
1981	31,4	-5,0
1982	40,0	21,4
1983	32,3	22,4
1984	13,6	6,1
1985	48,2	31,6
1986	26,1	18,6
1987	19,5	5,1
1988	20,1	16,6
1989	44,4	31,7
1990	7,4	-3,1
1991	39,6	30,5
1992	20,3	7,6
1993	14,3	10,1
1994	13,9	1,3
1995	43,1	37,6
1996	31,8	23,0
1997	34,1	33,4
Átlagos hozam	24,9	12,9
Szórásnégyzet	13,0	16,4
Minimum	4,7	-26,4
Maximum	59,3	37,6

3.7. táblázat. A Berkshire-részvényportfólió éves jelentése

Év	Részvény-portfólió hozama (%)	Egyenlően súlyozott hozam (%)	2%-os súlyozású hozam (%)	S&P 500 hozama (%)
1988	11,9	11,0	16,0	16,6
1989	53,1	38,3	32,3	31,7
1990	2,7	-9,8	-3,9	-3,1
1991	55,5	52,7	33,5	30,4
1992	24,2	31,1	11,4	7,6
1993	11,7	19,5	11,6	10,1
1994	15,3	8,0	2,6	1,3
1995	43,6	43,2	38,3	37,6
1996	37,5	29,6	24,0	23,0
1997	38,5	46,1	35,4	33,4
Éves átlagos hozam	29,4	27,0	20,1	18,9

Először az érdekelt minket, hogyan alakult a Berkshire elsődleges részvényeinek a hozama az elmúlt tíz évben. A 3.7. táblázatban láthatjuk, hogy ennek a csoportnak 29,4% volt az évi átlagos hozama, sokkal több, mint az S&P 500-nak, ami 18,9 százalékot tett ki.

A legtöbben, akik figyelemmel követték Warren Buffett karrierjét, tudják, hogy Coca-Cola-részvényekben mindig nagybefektetőnek számított. A hatalmas pozíció, amit a Coca-Colába fektetett, szép hasznot hozott. 1988-ban, mikor elkezdte vásárolni ezt a részvényt, a Coca-Cola a Berkshire portfóliójában a törzsrészvények 20,7 százalékát tette ki. 1991-től 1997-ig a Coca-Cola aránya a portfólióban 34,2 és 43 százalék között mozgott. [Lásd az 1–10. táblázatokat az A) függelékben]. És hogyan teljesített a Coca-Cola ebben a tíz évben? Majdnem a 18,8 százalékos piaci átlaghozam kétszeresét, 34,7 százalékot produkált. Ilyen körülmények között igencsak nyereséges volt Buffett számára a Coca-Cola köré koncentrálni a pozícióját. Nagy pozíció, nagy valószínűséggel bekövetkező eseményre.

Mi történt volna, ha Buffett nem fektet nagy súlyt egy-egy pozícióra, hanem egyszerűen évről évre mindig egyenlő súlyozású portfóliót tart? Ehhez el kellett volna adnia néhány részvényt a túl nagy pozíciókból, hogy a többivel egy szintre hozza



őket. Egyenlő súlyozás esetén a Berkshire portfóliója 27%-os hozamot nyújtott volna, éppen két és fél százalékkal kevesebbet, mint a koncentrált portfólió.\*

Vizsgáljunk meg még egy utolsó dolgot. Tegyük fel, hogy Buffett nem egy koncentrált, hanem egy 50 céges, szélesebb körben diverzifikált portfóliót tartott. Tegyük fel továbbá, hogy a Berkshire elsődleges állománya (az A) függelék 1–10. táblázataiban felsorolt részvények mindegyike) kétszázalékos súllyal szerepelt, a portfólió többi része pedig a piaci hozamot biztosította. Noha ennek a képzeletbeli portfóliónak a maradék része olyan részvényeket tartalmaz, melyek átlagosan nem tudják felülmúlni a piacot, de nem is rosszabbak annál. Ez a tényleges Berkshire-részvényekből plusz piaci hozamú részvényekből – mindegyik kétszázalékos súllyal – álló képzeletbeli portfólió az időszak alatt 20,1 százalékos hozamot nyújtott volna, a piaconál mindössze 1,2 százalékkal jobbat.

Visszatekintve szembevetve, hogy a koncentrált fókusz-portfólió biztosította a legjobb eredményeket. Az egyenlő súlyozás még mindig felülmúlta a piacot, de csaknem 3 százalékponttal kisebb teljesítményt nyújtva. Végezetül az 50 részvényes fiktív portfólió produkálta a leggyengébb eredményeket, bár átlagosan a piac fölött volt, 9 százalékponttal kevesebbet hozott volna, mint Buffetté.

Ez a példa csakúgy, mint az előző vizsgálat a 15, 50, 100 és 250 részvényes portfóliókkal, azt volt hivatott illusztrálni, hogy a nagy valószínűségű eseményekre koncentráló fókusz-portfólió nyújtja a legjobb eredményeket. Ezzel szemben a portfólió egyenlő arányban elosztott papírokkal való felhígítására irányuló törekvések alighanem a piacihoz közelítik a hozamokat. Ha figyelembe vesszük a közvetítői díjakat, jutalékokat és egyéb költségeket, akkor világossá válik, milyen nehéz több száz, folyamatosan cserélgetett részvénnel felülmúlni a piacot.

\* A szerző az angolban gyakran nem tesz különbséget a százalék és a százalékpont között. A fordítás az eredeti szöveget követi, bár a két fogalom „összemosása” elméletileg hibás. (A lektor megjegyzése)

## A LAPOS FÖLD TÁRSASÁGA

A Columbia Egyetemen elmondott 1984-es beszédében Warren Buffett fanyarul megjegyezte, hogy ha mindenki egyetértene vele, és fókuszált befektetőként viselkedne, az a saját előnye pusztulását jelentené, mivel az ár és a belső érték közti rés összezsugorodna. De gyorsan hozzátette, a gyakorlat azt mutatja, nem valószínű, hogy ez megtörténik.

„A titok ötven éve napvilágra került, amikor Ben Graham és Dave Dodd megírta az *Security Analyst*-t, ám az elmúlt harmincöt évben, mióta gyakorlom, nem tapasztaltam az értékbe fektetés irányába mutató trendet” – mondta Buffett. „Úgy tűnik, van valamilyen csökönyös emberi tulajdonság, amely szereti megnehezíteni az egyszerű dolgokat.”<sup>18</sup>

Talán igaza van. Tizenöt év elteltével nincs nagy érdeklődés a fókuszált befektetés iránt. Ne feledjük: ahhoz, hogy statisztikailag védhető következtetéseket nyerjünk, mesterségesen, számítógéppel kellett portfóliókat generálnunk.

Előfordulhat, hogy – mint Buffett mondja – még jobban „eltávolodtunk az értékbe fektetéstől... Ez valószínűleg tovább folytatódik. Körülhajózhatja valaki a Földet, de a Lapos Föld Társasága továbbra is virágkorát éli. A piaci ár és az érték között mindig jelentős eltérések lesznek, és azok, akik Grahamet és Doddot olvassák, mindig eredményesek lesznek.”<sup>19</sup>

### Jegyzet

Mottó: *Fortune*, 1989.

- 1 *Benjamin Graham: The Memoirs of the Dean of Wall Street*. (New York: McGraw-Hill, 1996.), 239. o.
- 2 A beszédet azonos címen átvette a Columbia Business School kiadásában megjelenő *Hermes* (1984. Ősz). Az itt idézett megjegyzés ebből a cikkből származik.
- 3 *Buffet: The Superinvestors of Graham-and-Doddsville*. *Hermes* (1984. Ősz). A cikkben bemutatott szuperbefektetők a következők voltak: Walter Schloss, aki a Graham-Newman Corporationben dolgozott; Tom Knapp, egy másik Graham-Newman-tanítvány, aki később Ed Andersonnal, egy másik Graham-követővel megalapította a Tweedy-Browne Partnerset; Bill



- Ruane, Graham korábbi diákja, aki létrehozta a Sequoia Fundot; Buffett lársa Charlie Munger; Rick Guerin a Pacific Partnerstől és Stan Perlmet a Perlmeter Investmentstől.
- 4 Jess H. Chua–Richard S. Woodward: J. M. Keynes's Investment Performances: A Note. *The Journal of Finance*, 38. évfolyam, 1. szám, 1983. március.
  - 5 Uo.
  - 6 Uo.
  - 7 Buffett: Superinvestors.
  - 8 Uo.
  - 9 Uo.
  - 10 Sequoia Fund Annual Report, 1996.
  - 11 Solveig Jansson: GEICO Sticks to Its Last. *Institutional Investor*, 1986. július, 130. o.
  - 12 Berkshire Hathaway Annual Report, 1986. 15. o.
  - 13 Berkshire Hathaway Annual Report, 1995. 10. o.
  - 14 Uo.
  - 15 Uo.
  - 16 Az itt közölt kutatás egy nagyobb kutatás részét képezi, amit Dr. Joan Lamm-Tennanttal, a General Re Corporation (Stanford, Connecticut) elnökhelyettesével végeztem. Az eredményeinket egy monográfiában tettük közzé „Focus Investing: An Alternative to Active Management versus Indexing”.
  - 17 Fontos megjegyezni, hogy mikor a viszonyítási alapnak tekintett hozam magasabb, mint a széles körben diverzifikált portfóliók közepes hozama, a viszonyítási alap felülmúlásának valószínűsége addig a szintig emelkedik, amíg az alapkezelő hajlandó csökkenteni a portfólióban lévő részvények számát. Ha a viszonyítási alapnak tekintett hozam magasabb, mint a széles körben diverzifikált portfóliók közepes hozama, ez a kapcsolat nem áll fenn. Más szavakkal, a koncentrált portfóliók csoportja a széles körben diverzifikált portfóliók csoportjához hasonlóan ilyen feltételek mellett nem múlna felül nagyobb valószínűséggel a viszonyítási alapot. A koncentrált portfóliók csoportja azonban még mindig nagyobb valószínűséggel biztosít magasabb hozamot, mint a széles körben diverzifikált portfóliók
  - 18 Buffett: Superinvestors.
  - 19 Buffett: Superinvestors.

## NEGYEDIK FEJEZET

# Egy alkalmasabb módszer a teljesítmény mérésére

„Nehezen állíthatjuk, hogy a piacon racionális módon alakulnak ki az árak, amíg a Wall Streeten egy részvény árát a tömeg befolyásolhatja: előfordulhat, hogy egy részvény szélsőségesen magas vagy alacsony áráért a legérzelmesebb, a legpénzsóvárabb vagy a legpesszimistább személy a felelős. A piaci árak valójában gyakran abszurdak.”

Warren Buffett

**H**a Buffettnek igaza van, vagyis ha a piaci árak gyakran abszurdak, akkor helytelenül tesszük, ha a teljesítményt kizárólag az árak alapján ítéljük meg. Pedig éppen ezt szoktuk tenni. Az egész ágazat rövidlátó. Ha egy bizonyos részvény ára emelkedik, akkor azt feltételezzük, hogy jól mennek a dolgok, ha pedig csökken, akkor azt, hogy rosszul, és ennek megfelelően cselekszünk. De ha az árak nem mindig teljesen racionálisak, hogyan lehetünk mi azok, ha a cselekedeteinket az árak le-föl mozgásához igazítjuk?

Ennek a rejtélynek a megfejtését nagymértékben nehezíti egy másik helytelen szokás: az emberek nagyon rövid időszak alatt vizsgálják az árak mozgását. Nemcsak hogy helytelen dologtól függünk (az ártól), de – ahogy Buffett mondaná – túl gyakran ellenőrizzük az áralakulást, és túl hirtelen reagálunk, ha nem tetszik, amit látunk.



Az üzleti élet minden szintjén megmutatkozik ez a kétszere-sen helytelen – áron alapuló és rövid távú – hibás gondolkodásmód. Néhány embert ez ösztönöz arra, hogy naponta ellenőrizze a részvényárfolyamokat, és olyan gyakran hívja a brókerét, hogy a telefonszámot érdemes beprogramoznia gyorstárcsázásra. Ezért van az, hogy a több milliárd dollárért felelős intézményi befektetők bármikor készek venni vagy eladni. A befektetési alapok portfóliómenedzserei ezért cserélgetik szédítő tempóban a portfólióban lévő részvényeket – azt gondolva magukról, hogy ez a munkájuk.

Érdekes módon, ha a helyzet kezd bizonytalanná válni, ugyanezek a menedzserek elsőként kezdik hangoztatni ügyfeleiknek, hogy őrizzék meg nyugalmukat. Megnyugtató leveleket küldenek, amelyekben a választásuk mellett kitartók erejét dicsérik. De miért isznak bort, ha vizet prédikálnak?!

A befektetési alapok esetében különösen jól megfigyelhető ez az ellentmondás, hiszen a szaksajtó alaposan megvizsgálja és dokumentálja a működésüket. Mivel a befektetési alapok jól ismertek, sok információ áll rendelkezésre velük kapcsolatban, és működésük közérthető. Azt hiszem, sokat tanulhatunk az áralapú mérés könnyelműségéről, ha megnézzük, hogyan működik ez a befektetési alapoknál.

## A BEFEKTETÉSI ALAPOK KETTÓS MÉRCÉJE

Joseph Nocera a *Fortune* magazinban, egy 1997 végén megjelent írásában rámutatott a nyilvánvaló ellentmondásra aközött, amit a befektetési alapok kezelői a részvényeseknek ajánlanak, vagyis „venni és megtartani” és aközött, amit valójában tesznek a saját portfóliójukkal, vagyis vesznek-eladnak, vesznek-eladnak. E kettős mércével kapcsolatos megfigyeléseit megerősítendő, Nocera Don Phillipset idézte a *Morningstart*-ról: „Meglehetősen nagy eltérés van aközött, amit a befektetési üzletágban ténylegesen csinálnak és aközött, amit a befektetőknek tanácsolnak.”<sup>1</sup>

Nyilvánvalóan felmerül a kérdés: ha a befektetőknek azt javasolják, hogy amit vesznek, azt megfelelő ideig tartsák meg, akkor a portfóliómenedzserek miért adják-veszik a részvényeket viharos sebességgel? Nocera szerint a válasz: „az iparág belső dinamikája szinte lehetetlenné teszi e menedzserek számára, hogy hosszabb távú szempontokat vegyenek figyelembe.”<sup>2</sup> Miért? Mert a befektetési alapok üzleti tevékenysége kizárólag az árak alakulásával mért teljesítménytől függő, értelmetlen rövid távú játékká vált.

Manapság a portfóliókezelőkre alapvető nyomás nehezedik: rövid távon is figyelemfelkeltő mutatókat kell produkálniuk. A vezető lapok, mint a *The Wall Street Journal* és a *Barron's* közlik a befektetési alapok negyedéves rangsorát. Azok az alapok, amelyek a legjobban teljesítettek az elmúlt három hónapban, a lista élére kerülnek. A televízióban és az újságokban a pénzügyi elemzők őket dicsérik, gyorsan megjelentetnek egy-két saját maguknak gratuláló reklámot, és befektetések újabb áradatát vonzzák magukhoz. Azok a befektetők, akik arra vártak, hogy kiderüljön, melyik portfóliókezelőnek van a „legforróbb keze”, gyorsan lecsapnak a rangsorra. Ezeket a negyedéves rangsorokat egyre inkább arra használják, hogy a tehetséges menedzsereket elválasszák a közepes képességűektől.

Az árak rövid távú alakulásához való ragaszkodás nyilvánvaló a befektetési alapok esetében, de nem csak rájuk jellemző; az egész ágazat gondolkodásmódját meghatározza. Többé nem mondhatjuk, hogy a portfóliómenedzserek hosszú távon mérettetnek meg. Még azokat az embereket is megfertőzte ennek a környezetnek néhány apróbb hatása, akik – ahogy biztosan önök közül is néhányan – saját maguk kezelik a befektetéseiket. Sok tekintetben egy marketinggépezet rabjaivá váltunk, amely semmilyen módon nem biztosít magasabb szintű teljesítményt. Úgy tűnik, az ördögi körből nincs kiút. Természetesen, ahogyan azt tanultuk, lehet növelni a befektetések hozamát. A szomorú valóság azonban az, hogy egy bizonyos időszakra az átlagosnál magasabb hozamot a legnagyobb valószínűséggel biztosító stratégia összeegyeztethetetlen azzal, ahogyan akár saját magunk, akár egy befektetési alap portfóliómenedzserének a teljesítményét meg szokták ítélni.



## A TEKNŐS ÉS A NYÚL

1986-ban V. Eugene Shahan, a Columbia Egyetemen működő Business School növendéke és a U.S. Trust portfóliókezelője Buffett „Graham- és Dodd-falva szuperbefektetői” című cikkét követve megírta a sajátját. „A rövid távú teljesítmény és az értékbe történő befektetés kizárják egymást?” címmel. Shahan ugyanazt a kérdést tette fel, amelyet most mi: mennyire helyénvaló a befektetéskezelők képességeit a rövid távú teljesítmény alapján megítélni.

Megjegyezi, hogy sokan azok közül, akiket Buffett szuperbefektetőként jellemzett (tagadhatatlanul képzett emberek), ám maga Buffett kivételével, több időszakban is rövid távú veszteségekkel szembesültek. A teknős és a nyúl befektetéskezelői változatához hozzáfűzi: „Az élet nagy iróniája, hogy azok a befektetők, akik főleg a rövid távú teljesítményre figyelnek, el is érik azt, de a hosszú távú eredmények árán. Graham- és Dodd-falva szuperbefektetői kimagasló eredményeiket a rövid távú teljesítmények nyilvánvaló figyelmen kívül hagyása mellett érték el.”<sup>3</sup> Kiemeli, hogy a befektetési alapok közt manapság folyó versengésben Graham- és Dodd-falva szuperbefektetőit egyszerűen észre sem vennék.

4.1. táblázat. Buffett-falva szuperbefektetői

	Időtartam hossza (év)	Az alulteljesített évek száma	Az alulteljesített évek a teljes időszak százalékában (%)
Keynes	18	6	33
Buffett	13	0	0
Munger	14	5	36
Ruane	27	10	37
Simpson	17	4	24

Mindez igaz a Buffett-falvi szuperbefektetőkre is, arra a három fókuszbefektetőre, akit a harmadik fejezetben ismertünk meg. A 4.1. táblázat azt mutatja, hogy számos nehéz időszakon

kellett volna keresztülküzdeniük magukat. Csak Buffett vészelte át sértetlenül a teljesítményderbit.

John Maynard Keynes, aki tizennyolc éven keresztül kezelte a Chest Alapot, az időszak harmadában a piacinál alacsonyabb hozamot ért el. Ráadásul az első három évben 18 százalékponttal nyújtott alacsonyabb teljesítményt a piacnál (4.3. táblázat).

4.2. táblázat. Buffett-falva szuperbefektetői

Az S&P 500 indexet alulteljesítő egymást követő évek száma	
Keynes	3
Buffett	0
Munger	3
Ruane	4
Simpson	1

4.3. táblázat. Buffett-falva szuperbefektetői

A relatíve legrosszabb teljesítmény az alulteljesítés időszakában (%)	
Keynes	-18
Buffett	-
Munger	-37
Ruane	-36
Simpson	-15

A Sequoia Alapnál ugyanez a helyzet. Működési ideje 37%-a alatt alulteljesítette a piacot (4.3. táblázat). Keyneshez hasonlóan Ruane számára sem volt könnyű a kezdet. „Az évek során újra és újra megkaptam az »alulteljesítés királya« minősítést. A hetvenes évek közepén egy homályos ábrándot kergetve megalakítottuk a Sequia Alapot, és négy kemény éven keresztül keservesen alulteljesítettük az S&P 500-at.” 1974 végére a Sequoia nem kevesebb, mint 36 százalékponttal maradt el a piactól. „Bebújtunk az íróasztal alá, nem vettük fel a telefont, és azon tanakodtunk, hogy elvonulnak-e még valaha a fekete fellegek a fejünk fölül.”<sup>4</sup> De természetesen az ég kitisztult, a nap kisütött. 1976 végére az öt és fél éves időszakot tekintve a Sequoia Alap



50 százalékkal volt a piac előtt, és 1978-ra 220%-os növekedést ért el az S&P 500 60 százalékaival szemben.

Még Charlie Munger sem menekülhetett a fókuszált befektetéssel járó elkerülhetetlen megrázkódtatások elől. A tizennégy éves időszak 36 százalékában volt a teljesítménye a piaci alatt. A többi fókusz-befektetőhöz hasonlóan neki is volt egy balszerencsés sorozata. 1972-től 1974-ig Munger 37 százalékponttal maradt el a piaci átlagtól. Lou Simpson tizenhét évből négyben, vagyis az eltelt idő 24 százalékában alulteljesítette az átlagot. A viszonylag legrosszabb teljesítményt egy egyéves periódusban produkálta, 15 százalékponttal a piac mögött.

**4.4. táblázat.** Tizenöt részvényes fókusz-portfóliók – tízéves adatok (1987–1996)

Az S&P 500 indexet felülmúló/alulteljesítő évek száma	A portfóliók száma	Az összes százalékában (%)
10–0	0	0,00
9–1	1	0,12
8–2	20	2,48
7–3	128	15,84
6–4	272	33,66
5–5	261	32,30
4–6	105	13,00
3–7	21	2,60
2–8	0	0,00
1–9	0	0,00
0–10	0	0,00

Ezzel azonos tendenciákat tapasztalunk, ha a laboratóriumi fókusz-portfóliók viselkedését elemezzük (4.4. táblázat). A 3000, tizenöt részvényt tartalmazó portfólió közül a tízéves időszak alatt (1987–1996) 808 multa felül a piacot. Viszont meglepő módon, ennek a 808 nyertesnek a 95%-a hosszan tartó alulteljesítést állt ki – a tízből három, négy, öt vagy akár hat évet is.

Mit gondolnak, mi történne Keyneszel, Mungerrel, Simpsonnal, ha pályájuk kezdetén álló, zöldfülű menedzserek lennének

napjainkban, egy olyan környezetben, ahol csak az egyéves teljesítmény számít? Aligha tudnának a pályán maradni, ügyfeleik legnagyobb sajnálatára. Ám a fókuszált stratégia érvelését követve, miszerint ki kell tartani a gyenge évek alatt, egy komoly problémával szembesülünk. Ha csak az áron alapuló teljesítmény a mérce, akkor hogyan tudjuk eldönteni valakiről, hogy kitűnő menedzser-e, akinek csak egy (sőt, egymás után három) gyenge éve van, de hosszú távon sokkal jobban teljesít, vagy olyan valaki, aki előtt rossz évek hosszú sorozata áll? Sehogy.

Nem mintha meg sem próbálták volna.

Közgazdászok és kutatók jelentős energiát fektettek abba, hogy megpróbálták meghatározni, melyik befektetéskezelő, melyik stratégia multa felül a piacot a legnagyobb eséllyel hosszú időn keresztül. Az elmúlt néhány évben a tekintélyes *Journal of Finance* számos cikket közölt kiemelkedő egyetemi professzoroktól, akik mind ugyanazt az alapvető kérdést tették fel: van-e valamilyen recept a befektetési alapok számára? Ezek a tudósok nagy hangsúlyt fektettek erre a problémára, nagy mennyiségű adatot elemeztek ezzel kapcsolatban, de nem jutottak megfelelő eredményre.

Ezek közül a dolgozatok közül négy a „folytonosság” tudományos fogalmával foglalkozik – a befektetők azon szokásával, hogy a legjobb jelenlegi eredményeket felmutató alapot választják, mert azt hiszik, hogy az alapkezelő múltbeli teljesítményei a jövőbeli teljesítményt jelzik. Ez amolyan önmagát beteljesítő mozzanatot eredményez, vagyis az idei pénz a legjobb tavalyi és a tavalyelőtti alapokba áramlik. Ha ezt a mozzanatot egyéves egységekben mérjük (a következő évi nyertest úgy választjuk ki, hogy megvesszük a tavalyi nyertest), akkor a „forró kezek” jelenséggel állunk szemben. Arról van szó, hogy az alapján próbáljuk megjósolni, melyik alap fog jól teljesíteni a közeljövőben, hogy melyik hogyan teljesített a közelmúltban. Lehetséges-e ez – ezt a kérdést szerették volna megfejteni az említett dolgozatok.

Két különböző tanulmányban, Mark Carhart az USC School of Business Administration-ról és Burton (C.) Malkiel a Princetonról, képtelenek voltak szignifikáns kapcsolatot találni a folytonosság és a jövőbeli teljesítmény között.<sup>5</sup> A harmadik



tanulmányban a harvardi John F. Kennedy School of Government három professzora (Darryll Hendricks, Jayendu Patel és Richard Zeckhauser) tizenöt éves adatokat vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy ha megvesszük a tavalyi „forrókezű” alapot, semmi sem garantálja, hogy jövőre is az lesz a „forrókezű” alap.<sup>6</sup> Végezetül Stephen Brown a New York-i Egyetem Leonard Stern School of Businesséről és William Goetzmann a Yale School of Managementjéről úgy találták, hogy a folytonosság nagyrészt a közös stratégián múlik. Más szavakkal, a forrókezűek egy csoportján belül azt találánák, hogy sok menedzser ugyanazt a stratégiát követi.<sup>7</sup>

Ezek a tudósok arra jöttek rá, hogy a befektetőknek valószínűleg nem áll módjukban meghatározni, ki nyújtja jövőre a legjobb teljesítményt. Feltehetően nem sokat segít a befektetőknek vagyonuk gyarapításában, ha az egyik forró alaptól gondolkodás nélkül a másikhoz rohannak. Legalábbis akkor, ha a „forró” az áron alapuló teljesítmény határozza meg.

Képzeltetjük, mit szűr le Warren Buffett ezekből a tudományos dolgozatokból. Számára világos a történet tanulsága: el kell felejtenünk az árhoz mint egyedüli mércéhez való ragaszkodásunkat, és szakítanunk kell a rövid távú döntéshozatal termékletlen szokásával.

De ha az ár nem a megfelelő mérce, akkor mit használjunk helyette? A „semmit” nem egy jó válasz. Még a „venni és megtartani” stratégia képviselői sem ajánlják, hogy ne figyeljünk oda, mit veszünk. Egyszerűen találnunk kell egy más módot a teljesítmény megítélésére. Szerencsére van egy, és ez a sarokköve annak, ahogyan Buffett a saját és a Berkshire Hathaway működési egységeinek teljesítményét megítéli.

## MÁS TELJESÍTMÉNYMÉRCÉK

Warren Buffett egyszer azt mondta: „nem izgatna, ha a tőzsde bezárna egy vagy két évre. Végül is minden szombat és vasárnap bezár és eddig ez sem zavart.”<sup>8</sup> Mindenesetre az igaz, hogy „egy olyan piac, ahol aktív kereskedés folyik, hasznos, mivel újra és

újra ingycsiklandozó lehetőségeket kínál nekünk. De semmilyen értelemben nem elengedhetetlen.”<sup>9</sup>

Hogy igazán megértsük ennek az állításnak a jelentőségét, alaposan meg kell fontolnunk, amit ezután mondott Buffett. „Az általunk tartott értékpapírok kereskedésének hosszabb időn keresztül tartó felfüggesztése nem zavarna bennünket jobban, mint ha egy napra szünetelne a World Book vagy a Fechheimer [két Berkshire Hathaway-leányvállalat] árfolyamának jegyzése. Végül is a gazdasági jövőnk az általunk birtokolt vállalkozás gazdasági sorsa határozza meg, akár teljes mértékben birtokoljuk, akár részben [részvények formájában].”<sup>10</sup>

Tegyük fel, hogy van egy vállalkozásunk, és nem áll rendelkezésre a napi árfolyam a teljesítmény mérésére. Ebben az esetben hogyan határoznánk meg fejlődési irányát? Alighanem a nyereség növekményét mérnénk vagy a haszonkulcs emelkedését, esetleg a tőke költségek csökkenését. Egyszerűen csak hagyánánk, hogy a pénzügyi-gazdasági helyzete határozza meg, hogy a vállalkozás értékét növekvőnek vagy csökkenőnek ítéljük meg. Buffett szerint a teljesítménymérés lényegében nem különbözik egy magántársaság vagy egy tőzsdén jegyzett vállalat esetében.

„Charlie és én a piacképes részvények esetében nem a napi vagy az éves árfolyam, hanem az üzleti eredmény alapján döntjük el, hogy az adott vállalkozás sikeres-e vagy sem” – magyarázza Buffett. „A piac időlegesen figyelmen kívül hagyhatja az üzleti sikert, de végső soron el fogja ismerni.”<sup>11</sup>

Számíthatunk-e arra, hogy a piac megjutalmaz minket, ha a gazdaságilag megfelelő vállalatot választjuk. Létezik-e szignifikáns kapcsolat a vállalat működési eredménye és a jövőbeli részvényárfolyam között? A válasz – úgy tűnik – igen, ha a megfelelő időhorizontot nézzük.

A korábban vizsgált 1200 vállalatból álló csoport segítségével könnyedén megbecsülhetjük a különböző időszakok nyereségei és részvényárfolyamai közötti kapcsolatot. Ezt a kapcsolatot részletekbe menően, táblázatokkal együtt a B) függelékben ismertetjük (1–5. táblázat, 224–227. o.). Az árfolyam és a nyereség kapcsolatáról összegzésképpen elmondható, hogy minél hosszabb időszakot tekintünk, annál erősebb a korreláció:



- A három éven keresztül tartott részvények esetében a korreláció foka 0,131 és 0,360 között mozgott. (A 0,360-es korreláció azt jelenti, hogy az ár varianciáját 36 százalékban magyarázza a nyereség varianciája.)
- Az öt éven keresztül tartott részvények esetében a korreláció foka 0,374 és 0,599 között mozgott.
- A tízéves időszak esetében a korreláció tartománya 0,593 és 0,695 közé emelkedett.
- A teljes tizenhét éves időszakra a nyereség és a részvényárfolyam közti korreláció értéke 0,688 – ami szignifikáns kapcsolatot mutat.

Ez alátámasztja Buffett tézisé, miszerint a jó gazdálkodás előbb-utóbb az árban is megmutatkozik. Figyelmeztet azonban, hogy a nyereségnek a részvényárfolyamra gyakorolt hatása egyrészt nemlineáris, másrészt kiszámíthatatlan. Bár a nyereség és a részvényárfolyam kapcsolata idővel erősödik, a jövőbeli tendenciákra nem lehet mindig megbízható módon következtetni. Buffett megjegyzi: „míg hosszabb időszakot tekintve a piaci érték egészen jól követi az üzleti értéket, egy tetszőlegesen választott évben igen szeszélyes eltéréseket mutathat ez a kapcsolat.”<sup>12</sup> Ben Graham hatvanhárom évvel ezelőtt szintén ezt tanította: „A piac rövid távon szavazógép, hosszú távon mérleg.”<sup>13</sup>

Világos, hogy Buffett nem szeretné minél hamarabb meggyőzni a piacot arról, hogy amit ő hisz, az igaz. „Ráadásul az üzleti siker felismerésének sebessége nem is olyan fontos, míg a vállalat belső értéke kielégítő ütemben növekszik – mondja. Valójában a megkésett felismerés előnyt is jelenthet: lehetőséget adhat, hogy többet vásároljunk a jóból, alkalmi áron.”<sup>14</sup>

## ÁTVILÁGÍTOTT NYERESÉG

Annak érdekében, hogy a részvényesek helyesen tudják megítélni a Berkshire Hathaway hatalmas részvénybefektetésének értékét, Buffett egy új kifejezést alkotott, az „átvilágított nyeresé-

get”. A Berkshire átvilágított nyeresége a konszolidált vállalatok (a leányvállalatokat is tartalmazó) üzleti nyereségéből, a hatalmas részvénybefektetések visszaforgatott nyereségéből és az ezen nyereség későbbi kifizetésekor esedékes adó miatt elkülönített tartalékból áll.

A visszaforgatott nyereség a vállalat éves nyereségének az a része, amelyet nem osztanak szét a részvényesek között osztalék formájában, hanem a vállalat újra befekteti. A többségi részesedéseiből, mint a Coca-Cola, a Federal Home Loan Mortgage, a Gillette, a The Washington Post és más részvénybefektetések, a Berkshire-re eső fel nem osztott nyereség idővel jelentőssé vált; 1997-ben 743 millió dollár volt az értéke. Az általánosan elfogadott számviteli szabályok (GAAP, Generally Accepted Accounting Rules) szerint jelenleg a Berkshire nem tüntetheti fel a visszaforgatott nyereséget az eredménykimutatásban, noha, mint Buffett rámutat, ennek nyilvánvalóan értéke van.

Az átvilágított nyereség fogalma mindazon fókuszelmélet szerint befektetők számára tanulságos lehet, akik szeretnék jobban megérteni, hogyan változik a portfóliójuk értéke, ha a részvényárak, amint az újra és újra előfordul, elszakadnak a közgazdaságilag kiszámítható értéküktől. „Minden befektetőnek azt a célt kellene kitűznie – mondja Buffett –, hogy olyan portfóliót (tulajdonképpen vállalatot) állítson össze, amely mostantól számítva nagyjából egy évtizeden keresztül a lehető legnagyobb átvilágított nyereséget biztosítja számára.”<sup>15</sup>

Buffett szerint a cég átvilágított nyeresége 1965 óta (mióta átvette a Berkshire Hathaway irányítását) majdnem az értékpapírai piaci értékével megegyező ütemben növekedett. A kettő azonban nem mozgott mindig összehangoltan. A nyereség több alkalommal megelőzte az árakat (mikor Ben Graham híres Mr. Piacának túlzottan nyomott hangulata volt), máskor pedig az árak múlták felül a nyereséget (mikor Mr. Piac féktelenül neki-buzdult). Nem szabad elfelejtenünk, hogy a kapcsolat hosszabb időn keresztül fejt ki hatását. „Egy ilyen megközelítés – tanácsolja Buffett – arra készíti a befektetőt, hogy a rövid távú piaci kilátások helyett hosszú távú üzleti kilátásokban gondolkodjon, egy olyan perspektívában, amely valószínűleg javítja az eredményeket.”<sup>16</sup>



## BUFFETT-FÉLE MÉRCE

Amikor Buffett egy új befektetést fontolgat, először azt nézi, hogy az új lehetőség jobb-e a már meglévőknél. Amit a Berkshire jelenleg birtokol, az a lehetséges vásárlásokra nézve közgazdasági mérce. „Amit Buffett mond, az jóformán bármelyik befektetőnek hasznára válik” – hangoztatja Charlie Munger. „Egy átlagos egyénnek mérceként a rendelkezésre álló legjobb dolgot kellene tekintenie.” A legfontosabb, amiről általában elfeledkeznek, az, hogy a portfólió értékét növelni kell. „Ha az új dolog [aminek a megvételét fontolgatjuk] nem jobb annál, amibe már eddig is befektethettünk, akkor – mondja Charlie – az nem felel meg a követelményeinknek. Ez az esetek 99 százalékában így van.”<sup>17</sup>

Az, amit már birtoklunk, egy közgazdasági viszonyítási alap, egy mérce számunkra. A saját személyes viszonyítási pontunk több különböző dolog lehet: például az átvilágított nyereség, a sajáttőke-arányos nyereség (ROE) vagy a biztonsági felár. Mikor egy vállalat eladásával vagy megvételével módosul a portfóliónk, akkor ezzel vagy emelkedik, vagy csökken a viszonyítási alap. A portfóliókezelőnek, aki az értékpapírok hosszú távú tulajdonosa, és hisz abban, hogy a jövőbeli részvényárfolyamok végső fokon igazodnak az alapvető üzletmenethez – és mi magunk is lehetünk ilyen menedzserek –, az a feladata, hogy megtalálja a módját a viszonyítási alap felemelésének. „Ez fölöttébb gondolatébresztő – mondja Munger –, és nem nagyon tanítják az üzleti felsőoktatásban.”<sup>18</sup>

Gondoljunk bele, a Standard Poor's 500-as index is lényegében egy mérce. Ötszáz más-más hozamú vállalat található benne. Ahhoz, hogy hosszabb időn át felülmúljuk az S&P 500-as indexet – hogy feljebb emeljük ezt a viszonyítási alapot –, olyan portfóliót kell összeállítanunk és kezelni, amelyben a vállalatok gazdálkodása jobb megtérülésű, mint az indexben szereplők súlyozott átlaga. Ilyen portfóliók kezeléséről szól ez a könyv.

Tom Murphy, aki a Capital Cities/ABC-t vezette, mielőtt az egyesült volna a Walt Disney Companyval, tökéletesen tisztában volt a közgazdasági viszonyítási alapok elméletével. A Capital Citiesen belül volt egy médiavállalatokból álló csoport, ezek súlyo-

zott átlagaként adódott a tulajdonosok által realizálható hozam. Murphy tudta, hogy a Capital Cities értékének növelése érdekében olyan vállalatokat kell találnia, amelyek emelik a már meglévő átlagot. „A menedzser feladata – mondta egy ízben Murphy –, nem az, hogy megtalálja a módját, hogyan tegye hosszabbá a vonatot, hanem el kell érnie, hogy gyorsabban robogjon.”<sup>19</sup>

Ne ringassuk magunkat abban a hitben, hogy fel vagyunk mentve a teljesítmény alapos vizsgálatának felelőssége alól, csak mert a fókusz-portfólió az árakat tekintve időről időre késséssel követi a piac mozgását. A piac szeszélyes volta miatt, a gazdasági viszonyítási alapokat felhasználva, meg kell tudnunk indokolni az egyes döntéseinket. Az biztos, hogy egy fókusz-stratégiát alkalmazó menedzser nem válhat a piaci hóbortok rabszolgájává, tisztában kell lennie azonban a portfólióban lévő vállalatok valamennyi gazdasági paraméterével.

Mindenesetre, ha egy fókusz-stratégiát alkalmazó menedzser portfóliójában lévő vállalatok üzletmenete nem megfelelő, akkor nem valószínű, hogy Mr. Piacnak (akivel újra találkozunk majd a 7. fejezetben) alkalma lesz megjutalmazni e befektetések választását.

## KÉT JÓ OK ARRA, HOGY ÚGY MOZOGJUNK, MINT EGY LAJHÁR

A fókuszált befektetés szükségszerűen hosszú távú megközelítést jelent. Ha megkérdeznénk Buffettot, mit gondol, meddig érdemes egy részvényt tartani, azt válaszolná, hogy „örökké” – amíg a vállalat átlag fölötti módon gazdálkodik, és a menedzsment ésszerű módon osztja szét a nyereséget. „A tétlenség meglepő módon értelmes viselkedés is lehet” – magyarázza. „Sem mi, sem más gazdasági vezetők nem kezdenek el nagy nyereséget hozó leányvállalatok lázas adásvételéről álmodozni, csak mert egy apró változást jósoltak a jegybanki alapkamatban, vagy mert valami Wall Street-i nagyokos megváltoztatta a piacról alkotott nézeteit. Akkor pedig miért kellene másképpen viselkednünk csodálatos vállalkozásokban lévő kisebbségi tulajdonokkal?”<sup>20</sup>



Természetesen, ha rossz befektetést eszközöltünk, meg kell szabadulnunk tőle, máskülönben hosszú távon egy névérték alatti cég birtokosaként végezzük. De ha elsőrendű vállalatunk van, csak legvégső esetben adjuk el. „A hozzáértéssel véghezvitt [alacsony forgási sebességű] befektetési stratégia gyakran azt eredményezi, hogy gyakorlója portfóliójában néhány értékpapír nagyon nagy hányadot képvisel” – magyarázza Buffett. Ez a befektető hasonló eredményt kapott volna, ha mondjuk 20 százalékos részesedést vásárol egy csoport kitűnő főiskolás kosaras sztár jövőbeli keresetéből. Közülük néhány, biztos NBA-sztár lett, és a befektető tőlük származó bevétele adja nyeresége jelentősebb részét. Azt tanácsolni a befektetőnek, hogy adja el legsikeresebb befektetése egy részét egyszerűen azért, mert az kezdett dominánssá válni portfóliójában, hasonló ahhoz, mintha azt tanácsolnánk a Chicago Bullsnak, adja el Michael Jordant, mivel túl fontossá vált a csapat számára.”<sup>21</sup>

A portfóliókezelés ilyen „lajhárszerű” megközelítése furcsának tűnhet azok számára, akik a részvények rendszeres cserélgetéséhez vannak szokva, de ennek – a vagyon átlag fölötti növekedésén kívül – két fontos gazdasági haszna van:

1. a tranzakciós költségek csökkenésének irányába hat,
2. növeli az adózás utáni hozamot.

Mindkét előny önmagában is nagyon értékes, együttes hasznuk pedig óriási.

### Alacsonyabb tranzakciós költségek

A befektetési alapok átlagos forgási sebessége évente 100% és 200% közötti. A forgási sebesség a portfólióban szereplő értékpapírok kereskedelmével kapcsolatos. Ha például egy befektetéskezelő a portfólióban szereplő összes részvényt egy évben egyszer eladja és visszavásárolja, akkor a forgási sebesség 100%. Mindezt egy évben kétszer megismételve 200%-os arányt kapunk. Másrészt, ha egy menedzser a részvények mindössze 10%-át adja el

és vásárolja vissza (feltéve, hogy egy részvényt átlagosan tíz évig tart), a forgási sebesség is egyszerűen 10% lesz.

A Morningstar, a befektetési alapok chicagói székhelyű kutatója, 3560 egyesült államokbeli részvényalap vizsgálatakor felfedezte, hogy az alacsonyabb forgási sebesség mellett működő alapok jobb hozamokat értek el, mint a magasabb forgási sebességgel működő társaik. A Morningstar tanulmánya arra az eredményre jutott, hogy egy tízéves időszakot nézve, azok az alapok, amelyeknél ez a mutató 20% alatt maradt, 14%-kal magasabb hozam elérésére voltak képesek, mint a 100%-ot meghaladó forgási sebességet produkáló alapok.<sup>22</sup>

Ez azoknak a „józan ésszel” felfogható mozdulatoknak egyike, amelyek annyira nyilvánvalóak, hogy könnyen el is feledkezünk róluk. A magas forgási sebességgel az a probléma, hogy a kereskedés növelése együtt jár a fizetendő ügynöki díjak emelkedésével, így csökkenti a nettó hozamot.

### Adózás utáni nyereség

Az alacsony forgási sebességgel működő alapoknak még egy fontos gazdasági előnyük van: az árfolyamnyereség után fizetendő adó elhalasztásából származó extra nyereség. A sors iróniája, hogy a cserélődés, amely a hozamot hivatott növelni, az adókötelezettséget is növeli. Mikor a menedzser elad egy részvényt, és azt egy másikkal helyettesíti, mindezt abban a hiszemben teszi, hogy a változtatás növeli az alap hozamát. De egy részvény eladása azt jelenti, hogy árfolyamnyereség realizálódott, így minden új választásnak ott a hátulütője: hozamának felül kell múlania a kicserélt részvény árfolyamnyeresége után fizetendő adót.

Természetesen, ha valakinek magánnyugdíjszámlája (Individual Retirement Account) vagy 401(k) számlája\* van, akkor nem fizet adót a nyereség után, de ha a magánszámláján befektetési alapot tart, az alapon létrejött tőkenyereséget átutalják a

\* Az USA nyugdíjrendszerének 401(k) számlája a jelenlegi magyar adótőkeszámlához hasonlít abból a szempontból, hogy az itt tartott befektetési eszközökön elért árfolyamnyereség adókulcsa nulla, vagyis nem kell adót fizetni a profitból. (A lektor megjegyzése.)



részvényeseknek, ez pedig adófizetési kötelezettséget eredményez számára. Minél több részvényt adnak el az alapból, annál magasabb adókötelezettséggel számolhatunk.

Még ha a befektetési alap év végi teljesítménye versenyképes hozamot is mutat, mire kifizetjük a realizált nyereség utáni adót, az adózás utáni nettó hozamunk jóval az átlagos alatt lehet. Az eszesebb részvényesek fölteszik a kérdést, vajon az aktív alapjuk biztosít-e akkora hozamot, amely az adó kifizetése után még mindig magasabb, mint az adózási szempontból kedvező index-befektetési alapok.

Az adómentes számlák esetét leszámítva, az adók a befektetőket terhelő legnagyobb költségek – magasabbak a közvetítői díjaknál, és gyakran az alap működtetésének költségeit is meghaladják. Valójában az adók váltak az alapok gyenge hozamainak fő okává. „Ez a rossz hír”, legalábbis Robert Jeffrey és Robert Arnott befektetéskezelők szerint, akik az „Elég nagy az alfája, hogy fedezze az adót?” című, a *Journal of Portfolio Management*-ben megjelent és a befektetések világában széles körű vitát kiváltott cikk szerzői. „A jó hír az – folytatják –, hogy vannak olyan kereskedési stratégiák, amelyek minimalizálják ezeket az általában figyelmen kívül hagyott adózási következményeket.”<sup>23</sup>

Dióhéjban, az alapvető stratégia egy másik egyszerű és gyakran alábecsült fogalmat hordoz magában: a nagy értékű nem realizált nyereséget. Amikor egy részvény ára felmegy, *de nem adják el*, az értékben bekövetkezett növekedés a nem realizált nyereség. Míg a részvényt nem adjuk el, nem kell árfolyamnyereség utáni adót fizetni. Ha a nyereség ebben a formában marad, a pénzünk erőteljesebben gyarapszik.

A befektetők általában elég gyakran alábecsülik a nem realizált nyereség nem csekély értékét, amit Buffett „az államkincstártól kapott kamatmentes kölcsönnek” hív. Hogy mindezt megértsük, képzeljünk el egy egydolláros befektetést, amely minden évben megduplázódik. Ha az első év végén likvidáljuk a befektetést, a tiszta haszon 0,66 dollár lesz, feltéve, hogy a 34%-os adósávban vagyunk. Ha most újra befektetjük

\* Alfa alatt a CAPM modell szerinti ár és a tényleges piaci ár közötti különbséget érti a szakirodalom (A lektor megjegyzése).

az 1,66 dollárt, az év végére megduplázódik. Ha továbbra is eladjuk, kifizetjük az adót, majd a maradékot újra befektetjük, és az minden évben megduplázódik, akkor 20 év múlva 25 ezer dollár lesz a tiszta hasznunk, miután 13 ezer dollár adót fizettünk. Másrészt viszont, ha az egydolláros befektetésünket 20 évig megtartottuk volna, akkor hozzávetőlegesen 356 ezer dollár adó kifizetése után 692 ezer dollár hasznot könyvelhetünk volna el.

Egy gyors pillantás a számokra világossá tesz néhány megfigyelést: sokkal nagyobb profitot érünk el, ha nem vesszük ki minden évben a nyereséget, hanem egyszerűen hagyjuk felhalmozódni a pénzt. Ugyanakkor a huszadik év végén az adó teljes összegét megpillantva eláll a lélegzetünk. Ez lehet az oka, hogy az emberek ösztönösen jobban érzik magukat, ha évente pénzzé teszik a nyereséget, ezáltal féken tartva a fizetendő adó összegét. Amit viszont nem ismernek fel, az a hozamok és az elszalasztott hozamok közötti döbbenetes különbség.

#### A felhalmozódás csodálatos hatása

Kezdjük egy 1 dolláros befektetéssel, amely minden évben megduplázódik.

1. Adjuk el a befektetést az év végén, fizessük meg az adót, és újra fektessük be a maradékot.  
Tegyük ezt 20 éven keresztül.  
25 200 dollár tiszta haszonnal zárunk.

Vagy

2. Ne adjunk el időközben semmit.  
A huszadik év végén 692 000 dollár lesz az adózás utáni nyereségünk.

Jeffrey és Arnott kiszámították cikkükhöz azt a határt, amelytől a cserélődés már károsan hat a portfólióra. A válasz meglepő módon ellentmond az intuíciónak. Az adó folytán fellépő károk a cserélődés kezdetén a legnagyobbak, és ahogy a cserélődés



fokozódik, úgy mérséklődnek. „A hagyományos gondolkodás szerint az 1-től 25%-ig terjedő tartományban található forgási sebesség határozottan alacsony és jelentéktelen, és alighanem csak 50% fölött kezd jelentőssé válni; a valóság ennek épp az ellentéte.”<sup>24</sup>

Jeffrey és Arnott tanulmánya azt mutatta, hogy 25%-os forgási sebesség mellett a portfóliót csak a 100%-os forgási sebesség mellett fizetendő adó 80%-a terheli. Arra a következtetésre jutottak, hogy az alacsonyabb tartományban sokkal fontosabb odafigyelni a forgási sebességre, mint a magasabb tartományban. Ahhoz, hogy egy befektető magas adózás utáni hozamot érjen el, a portfólióban lévő részvények forgási sebességét évente átlagosan valahol 0% és 20% között kell tartania.

Melyik stratégia a legjobb az alacsony forgási sebesség szempontjából? Egy lehetséges megközelítés a passzív indexbe fektető alapoké. A másik a fókuszált portfólió. „Ez úgy hangzik, mint valami házasság előtti tanács – mondja Jeffrey és Arnott –, vagyis olyan portfóliót kell felépítenünk, amellyel hosszú-hosszú időn keresztül együtt tudunk élni.”<sup>25</sup>

„Amit manapság mindenki szeretne – magyarázza Charlie Munger – a befektetéskezelésben, az nem egyszerűen nyerni, hanem olyan éves jövedelemre szert tenni, amely legfeljebb fölfelé tér el a megszokottól.” Nos, mondja Charlie, „a racionális fogyasztó szempontjából ez az egész rendszer őrült, és sok tehetséges embert von be egy társadalmilag haszontalan tevékenységbe”.<sup>26</sup> A portfóliókezelők azzal vágnak vissza, hogy „Ezt kell tennünk, mert ez alapján ítélnék meg bennünket”.

Jelenleg a befektetéskezelőket a viszonylagos teljesítmény korlátozza. Peter Bernstein, az üzleti író kifejti, hogy „a portfólió kockázata már nem a tulajdonunkban lévő értékpapírokból származik. A magasabb kockázat abban a sokkal nagyobb számú részvényben van, ami nincs a birtokunkban. Ezek mindegyikét hiányoljuk.”<sup>27</sup> A befektetéskezelők elveszíthetik az ügyfeleket, kellemetlen helyzetbe hozhatják a tanácsadókat, ha a teljesítményük túlságosan nagymértékben eltér a piac átlagos hozamától. Az ettől való félelem Charlie Munger szerint „megbénítja az iparágat”.

A fejezetet jelentős részben a befektetési alapok viszontagságainak szenteltük. Emlékeztetőül: azért tettünk így, mert a befektetési alapok közismertségük révén alkalmas példák. Ám egy percig se gondoljuk, hogy az itt tapasztalt helytelen gondolkodásmód csak a befektetési alapok menedzsereire jellemző. Pustán arra használtuk őket, hogy bemutassuk a befektetések egész világát átható főbb irányzatokat. Az alapkezelők viselkedését és gondolkozását megfigyelve sokat tanulhatunk arról, hogy *nekünk* hogyan kellene cselekednünk és gondolkodnunk.

Azt tanultuk, hogy a kiemelkedő rövid távú teljesítmény nem jellemző jobban az elsőrangú befektetéskezelőkre, mint amennyire a gyenge rövid távú teljesítmény kizárja, hogy elsőrangú alapkezelővel van dolgunk. Az időtartam, amit a képességek mérésére használunk, egyszerűen túl rövid ahhoz, hogy értelmes következtetéseket vonjunk le. Más gazdasági viszonyítási alapok azonban, mint például az átvilágított nyereség, módot adhatnak arra, hogy felmérjük a haladási irányt, ha az árak eltérnek a várt hozamtól. Azt is megtanultuk, hogy az alacsony forgási sebesség két egyszerű oknál fogva is magasabb hozamokat jelent. Kevesebb ügylet alacsonyabb tranzakciós költséggel jár. Végezetül ne hagyjuk figyelmen kívül a nem realizált árfolyamnyereség értékét sem. A passzív indexbe fektető alapok kivételével a fókuszált befektetés nyújtja a legjobb lehetőséget arra, hogy a nem realizált árfolyamnyereségeket felhalmozva jelentősebb profitra tegyünk szert.

„A Berkshire-rendszer nem őrült” – vonja le a következtetést Charlie Munger. „Állítom, hogy a Berkshire Hathaway alkalmazkodott az igazi befektetési problémához.”<sup>28</sup>

## Jegyzet

Mottó: Warren Buffett: The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. *Hermes* (1984. Ősz).

- 1 Joseph Nocear: Who's Got the Answers? *Fortune*, 1997. november 24., 329. o.
- 2 Uo.
- 3 Eugene Shahan: Are Short-Term Performance and Value Investing Mutually Exclusive? *Hermes* (1986. Tavasz).



- 4 Sequoia Fund, Quarterly Report, 1996. március 31.
- 5 Mark Carhart: On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52. évfolyam 1. szám 1997. március; Burton G. Malkiel: Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *The Journal of Finance*, 50. évfolyam, 2. szám, 1995. június.
- 6 Darryll Hendricks–Jayendu Patel–Richard Zeckhauser: Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974–1988. *The Journal of Finance*, 48. évfolyam, 1. szám, 1993. március.
- 7 Stephen J. Brown–William N. Goetzmann: Performance Persistence. *The Journal of Finance*, 50 évfolyam, 2. szám, 1995. június.
- 8 Warren Buffett gyakran idézett mondása.
- 9 Berkshire Hathaway Annual Report, 1987. 14. o.
- 10 Uo.
- 11 Uo.
- 12 Berkshire Hathaway Annual Report, 1981. 39. o.
- 13 Benjamin Graham: Security Analysis. (New York: McGraw-Hill, 1951.).
- 14 Berkshire Hathaway Annual Report, 1987. 15. o.
- 15 Berkshire Hathaway Annual Report, 1991. 8. o.
- 16 Uo.
- 17 *Outstanding Investor Digest*, 1995. augusztus 10., 10. o.
- 18 Uo.
- 19 Tom Murphy széles körben idézett mondása. A vonat hasonlatot annak jellemzésére használják, hogy miként kell vezetni egy holdingvállalatot.
- 20 Berkshire Hathaway Annual Report, 1996.
- 21 Uo.
- 22 Carole Gould: The Price of Turnover. *The New York Times*, 1997. november 21.
- 23 Robert Jeffrey–Robert Arnott: Is Your Alpha Big Enough to Cover Your Taxes? *The Journal of Portfolio Management*, 1993. Tavasz.
- 24 Uo.
- 25 Uo.
- 26 *Outstanding Investor Digest*, 1995. május 5., 61. o.
- 27 Peter Bernstein: Immortal Words – Impossible. *The Journal of Portfolio Management*, 1995. Nyár, 1. o.
- 28 *Outstanding Investor Digest*, 1998. május 5.

## ÖTÖDIK FEJEZET

# A Warren Buffett-féle szerszámostáska

„Aki ma fektet be, nem a tegnapi növekedésből profitál.”

Warren Buffett

A Warren Buffett-módszerrel szerettem volna feltárni Warren Buffett befektetési stílusát, hogy másoknak is hasznára váljon az ő megközelítésének elsajátítása. A korábbi könyvben számos alapvető befektetési eszközt, felfogást vázoltam fel, amelyeket Buffett alkalmaz a megvásárolni kívánt eszközök értékelésekor. Ezeket az elveket az 1. fejezetben a 17. oldalon foglaltuk össze.

Az alapelvek nem sokat változtak, mióta *A Warren Buffett-módszer* először megjelent („Ezért hívják őket alapelveknek” – mondta egy ízben Buffett), de sok olvasó kérte, tisztázzuk, miképpen alkalmazandóak ezek a nézetek a jelenlegi piacon. A növekedés és az érték közt folyó vita szintén figyelmet érdemel, és néhány új téma is megjelent: a hozzáadott értéken alapuló megközelítés (EVA, Economic Value Added) és a technológia szerepe. Követhetjük-e a Warren Buffett-módszert technológiai vállalatok kiválasztása esetén?



## PIACI ELVEK: HOGYAN ÉRTÉKELJÜNK EGY VÁLLALATOT?

Egy vállalat belső értékének meghatározása – az első és legfontosabb lépés Buffett döntésmechanizmusában – egyszerre tudomány és művészet. Az előbbi némi, viszonylag egyszerű matematikai módszertant is magában foglal.

Egy üzlet aktuális értékének kiszámítását azzal kezdjük, hogy meghatározzuk a pénzáramlásokat, amelyekre a vállalat fennállása során számítunk, és megfelelő diszkontrátát használva kiszámítjuk ezek jelenértékét. „Ha egy vállalatra nézve láthatnánk a következő száz év (vagy a cég esetleges megszűnéséig hátralevő időszak) pénzmozgásait a vállalat és tulajdonosa között, akkor azokat a megfelelő kamatlábbal leszámítolva megkapnánk a belső értéket” – mondja Buffett.<sup>1</sup> Ezt a tételt John Burr Williams mondta ki több mint hatvan évvel ezelőtt a *The Theory of Investment Value* című művében, és most is ugyanúgy igaz, mint amikor leírta.

Néhányunknak könnyebbséget jelent, ha ezt a folyamatot egy kötvény értékeléséhez hasonlítjuk. A matematikai elmélet ugyanaz. A pénzáramlások helyett a kötvények esetében kamatszelvevények szerepelnek, a meghatározatlan időszak helyett pedig véges lejáratú idők, amikor is a tulajdonos visszakapja a tőkét. „A kötvény olyan, mint egy szőlőtőke, amelyen a fürtök (kuponok) 100 év alatt érnek meg” – fejtegeti Buffett. „Nos, egy vállalkozásnak olyan kuponjai is vannak, amelyek csak a jövőben fejlődnek ki. Az egyedüli probléma, hogy ezek nincsenek rányomtatva az értékpapírra. Ezért a befektetőn múlik, hogy felbecsülje őket.”<sup>2</sup>

A kuponok mennyiségének meghatározása két dolog függvénye: a valószínű jövőbeli nyereségeké és a diszkontrátáé, ami a jövőbeli dollárokat jelenbelivé alakítja. Az utóbbi gyanánt Buffett általában az aktuális, hosszú távú államkötvényekre érvényes rátát használja. Mivel annak valószínűsége, hogy az amerikai kormány a következő harminc évben gond nélkül fizet, elméletben 100%, így azt mondhatjuk, hogy ez kockázatmentes kamatláb. Ahogy Buffett magyarázza: „A kockázatmen-

tes kamatlábat csupán arra használjuk, hogy az egyik tételt a másikhoz igazítsuk.”<sup>3</sup> Buffett szerint egyszerűen ez a legmegfelelőbb mérce egy különböző befektetési fajtákat tartalmazó kosár számára, amelyben kormányzati, vállalati kötvények, részvények, többlakásos ingatlanok, olajkutak és farmok egyaránt szerepelnek.

Buffett nem igazítja a diszkontlábát a bizonytalansághoz. Ha egy befektetés kockázatosabbnak tűnik, a diszkontrátát állandó szinten tartja, és helyette a vételi árat módosítja. A biztonságért járó felárat nem a „saját tőke kockázatából” nyeri, mint a tőkepiaci árfolyamok modelljében (CAPM), hanem először is alacsonyabb áron vásárol. „Ha megismerünk egy üzleti vállalkozást, és pontosan látjuk a jövőjét, akkor nyilván nem kérünk nagy felárat a biztonságért” – mondja Buffett. „Ezzel szemben, minél ingatagabb az üzlet, annál nagyobb árkülönbözetet igénylünk a biztonságért.”<sup>4</sup>

A *Warren Buffett-módszerben* összehasonlítottuk Buffett tanait a Berkshire Hathaway legnagyobb részesedései közül néhányal, hogy tanulságos esettanulmányokat hozzunk létre. Néhány esettanulmány olyan vállalatokkal foglalkozott, amelyek „kuponjairól” ésszerűen feltételezhetjük, hogy örökké fejlődni fognak, és a növekedésük üteme meghaladja a kockázatmentes kamatlábat. Ezek kapcsán elengedhetetlen volt a kétlépcsős osztalék-jelenérték modell alkalmazása – az egyik növekedési ráta a kezdeti időszakra és egy másik, alacsonyabb ráta a hosszabb időszakra.

Jó példa erre a Coca-Cola 1988-as megvétele. Akkoriban a hosszú távú államkötvényekre vonatkozó kamatláb 9%, és a Coca-Cola növekedési üteme 15% volt. Ha a 9%-ból kivonjuk a 15%-ot, negatív számot kapunk, ami értelmetlenné teszi a számítást. Azért használtam a kétlépcsős modellt, hogy átlépjük ezt a korlátot. Először azzal a feltételezéssel éltem, hogy a Coca-Cola tulajdonosi nyeresége (mérleg szerinti eredmény plusz értékcsökkenés/amortizáció mínusz tőkekötségek) legalább tíz évig átlag fölötti ütemben növekszik, majd ezt követően lecsökken egy sokkal inkább átlagosnak mondható 5%-os szintre. Így a tizenegyedik évben az 5%-os növekedést kivonhatjuk a 9%-os



kockázatmentes kamatlábból, és a kapott 4%-os rátával kamatoztatjuk a vállalat bevételeit egy jövőbeli időpontra.

Mióta *A Warren Buffett-módszer* megjelent, a legtöbb kérdést az osztalék-jelenérték modellel kapcsolatban kaptam, különös tekintettel a feltételezéseimre. Néhány olvasó azt állította, hogy a Coca-Cola bizonyára 15%-os ütemben fog növekedni jóval tíz év elteltével is, vagyis az én elképzelésem túl óvatos volt. Mások ragaszkodtak ahhoz, hogy tíz évre kitekinteni túlságosan nehéz, és a 15%-os növekedési ütemet csak 5 évre kellett volna használni.

Mindkét nézőpont elfogadható, ennél fogva egyik válasz sem tökéletes. De ne feledjük azt, amit Buffett mond: „Jobb, ha nagyjából igazunk van, mintha tökéletes tévedés áldozatai vagyunk.” A kérdés nem csupán annyi, hogy a Coca-Cola öt, hét vagy tíz éven keresztül növekszik-e 15%-os ütemben. Az igazi kérdés: vesszük-e a fáradságot, hogy meghatározzuk a vállalat belső értékét, helyett hogy áthidaló megoldásokra hagyatkozunk (mint amilyen az árfolyam/nyereség arány vagy a piaci érték/könyv szerinti érték arány, vagy más, a piachoz viszonyított mérce). Bár e módszerek alapján pontos számítások végezhetők, semmit sem mondanak befektetésünk értékéről.

Egy másik gyakran feltett kérdés az osztalék-jelenérték modellre vonatkozóan a következő: addig minden rendben ment, míg a kockázatmentes kamatláb 9% volt, de jelenleg többnyire 5 és 6 százalék körüli. Most mit tegyünk? Ha a kamatláb 6%, akkor a maradék 5%-os növekedési ütemet használva a tulajdonos nyereségeit nyomorúságos 1%-os rátával diszkontáljuk. Mit tenne Buffett?

Buffett azt mondja, hogy alacsony kamatlábak esetén ő a diszkontlábát felfelé módosítja. Mikor a kötvények hozama 7% alá esett, Buffett egészen 10%-ra emelte a diszkontrátáját. Ha a kamatlábak idővel feljebb tornásszák magukat, akkor sikeresen igazította a diszkontlábát a hosszú távú kamatlábhoz. Ha nem, akkor további három ponttal növelte a biztonsági felárat.

## A PÉNZÜGYI TÉTEL: EVA VAGY NEM EVA? EZ ITT A KÉRDÉS

A *Warren Buffett-módszerben* körvonalazott pénzügyi tételeket illetően nem sok vita volt. Mindenki egyetért abban, hogy egy vonzó vállalat nagy nyereségnek örvend, és pénzbeli jövedelmet hoz a tulajdonosainak. A vonzalom nem csökken, ha a vállalat tiszta nyeresége magas hozamot jelent a vállalat saját tőkéjéhez képest. A hozzáadott gazdasági értéken (Economic Value Added, EVA) alapuló megközelítésről és annak Buffett gondolkodásában elfoglalt szerepéről azonban jelentős viták folynak.

A New York-i Stern Stewart tanácsadó cég védjegyét viselő EVA egy olyan mérési módszer, amely azt határozza meg, hogy a befektetés hozadéka meghaladja-e a tőke költséget. Az elmúlt néhány évben számos vállalat, köztük a Coca-Cola, az Eli Lilly és az AT&T alkalmazta az EVA-megközelítést.

A számításokat a tőke költség meghatározásával kezdjük, majd ebből levonjuk a vállalat tiszta nyereségét. A tőke költség a hitel és a saját tőke költségének ezek részarányaival súlyozott átlaga. A hitel költsége egyszerűen a vállalat által felvett hitelek után fizetett kamat, a kamatköltségek elszámolhatóságával igazítva. A saját tőke költségét a vállalkozás kockázatos volta határozza meg, és a tőkepiaci árfolyamok modelljének segítségével mérik.

A súlyozott átlagos tőke költség tehát

*Saját tőke aránya × Saját tőke költsége + Hitel aránya × hitelkamat.*

Ha például a vállalat tőkeszerkezetében 60% a saját forrás és 40% a hitel, és a saját tőke költsége 15%, a hitelkamat pedig 9%, akkor a vállalat átlagos tőke költsége 12,6% ( $60\% \times 15\% + 40\% \times 9\%$ ).

Ha a vállalat a 12,6%-os költségű tőkéje után 15%-os hozamot érne el, akkor elmondhatnánk, hogy gazdasági értéktöbblet, vagyis hozzáadott érték keletkezett. Ha a vállalat továbbra is ezt a magasabb hozamot nyújtja, akkor általában növekszik a rész-



vényárfolyama. Ha viszont a vállalat nyeresége 10% lenne, a részvényárfolyama jellemző módon esne.

Az EVA egy fajta mérce, egy bizonyos legkisebb, még elfogadható megtérülés. Buffett más mércét használ. A legkisebb, még elfogadható megtérülést azzal méri, hogy képes-e a vállalat a piaci értékét legalább visszaforgatott nyereséggel megegyező ütemben növelni. Minden egyes dollárnak, amit a vállalat visszatart, legalább egy dollárral hozzá kell járulnia a piaci értékhez – állítja Buffett.

Távolról úgy tűnik, hogy Buffett „egy visszaforgatott dollár egy dollár piaci értékért”, valamint Stern Stewart EVA-mérceje hasonlóan tűnhet. De Buffett nehezen tenné magáévá az EVA finomabb részleteit.

Először is, az EVA-formula a tőkepiaci árfolyamok modelljén alapul, amely a kockázatot az áringadozásból számítja. Már ismerjük Buffett véleményét arról az elképzelésről, hogy amelyik részvénynek nagyobb mértékben ingadozik az árfolyama, az kockázatosabb. Másodszor, mivel a saját tőke költsége mindig magasabb, mint a hitelé, a hitel arányának növekedése tulajdonképpen csökkenti a tőkeköltséget. Az EVA híveinek nehéz dolguk lenne, ha a hitelmentes vagy közel hitelmentes vállalatokat kedvelő Buffettet meg akarnák győzni arról, hogy a több hitel hasznos, mert csökkenti a tőkeköltséget.

A tőkeköltség az üzleti élet egyik legnagyobb rejtélye. Az EVA csak egy közelítés ennek megállapítására. Buffett nem használja az EVA-t a tőkeköltség meghatározására, de ez nem jelenti azt, hogy nem foglalkozik a kérdéssel. A Berkshire Hathaway egyik leányvállalata sem kapja a tőkét ajándékba Buffett-től. Elismeri, hogy nem használnak bonyolult képleteket, hanem „mindössze úgy véljük, egyszerűbb az embereknek egy tisztességes összeget felszámítani a pénzért, és hagyni, hogy ők találják ki, tényleg meg akarják-e venni azt a fahasogató gépet vagy bármi mást. Az összeg egy kismértékben változhat attól függően, hogy milyen körülmények közt fektettünk be, illetve mennyi volt akkor a kamatláb, de általában 15%-os tőkeköltséggel számolunk. Úgy találtuk, ez a 15% felkelti a figyelmet, de nem olyan magas minimális megtérülés, ami bármiben akadályozna.”<sup>5</sup>

Fontos figyelembe venni, hogy Buffett belső mércéje a Berkshire Hathaway-nél az, hogy a vállalat egészének tartania kell a legalább 15%-os növekedési ütemet. Ezért a tőke után is minimum tizenöt százalék kamatot számít. Ha bármikor tőkét nyújt egy leányvállalatnak, a követelmény az, hogy bármire is használják – új kutatási lehetőségekre, új berendezésekre, új reklámkampányra –, a tőkének legalább ekkora hozamot kell produkálnia.

A Berkshire Hathaway és az EVA egyaránt meghatározza a tőke költségét. Az biztos, hogy különböző módon nyúlnak a problémához, de ugyanazt a célt szeretnék elérni – megjutalmazni azokat a vállalatokat, amelyek tőkeköltség feletti hozamot érnek el, a másik csoportot pedig megbüntetni. Amint Buffett a Berkshire 1995-ös közgyűlésen megjegyezte: „nem hiszem, hogy ez olyan bonyolult téma lenne. Nem volt szükségem [az EVA-ra] ahhoz, hogy tudjam, milyen sok értéket teremtett a Coca-Cola.”<sup>6</sup>

## A MENEDZSMENT TÉTELE: TUDJUK-E ÉRTÉKELNI A MENEDZSEREKET?

A legnagyobb bók, amit Warren Buffett egy menedzsernek mondhat, hogy pontosan úgy viselkedik és gondolkodik, ahogy az egy vállalattulajdonostól elvárható. Azokra a menedzserekre, akik a tulajdonosokhoz hasonlóan viselkednek, nem jellemző, hogy szem elől tévesztik a vállalat elsődleges feladatát – a részvényesek vagyonának gyarapítását –, vagyis ők átgondolt, ezt a célt elősegítő döntéseket hoznak. De hogyan különböztethetjük meg a részvényesek vagyonának növeléséért aktívan dolgozó menedzsert ellentététől, aki nem sokat tesz ennek érdekében? Más szavakkal, megbízhatunk-e a menedzsmentben?

Warren Buffett három tételt alkalmaz a vállalat vezetésével kapcsolatban: 1. racionalitás, 2. elfogulatlanság és 3. a bevett szokásokkal szembeni ellenszegülés. Mivel ezeket a tulajdonsá-



gokat részletesen bemutatta *A Warren Buffett-módszerben*, itt csak röviden összefoglaljuk őket.

Mint azt már tudjuk, ha a vállalat magas hozamot ér el a saját forrásai után, akkor a menedzsment kötelessége, hogy a részvényesek érdekében újra visszaforgassa ezeket a nyereségeket a vállalatba. Ha azonban nem áll módjában magas hozam reményében újra befektetni a nyereséget, három lehetősége marad: 1. figyelmen kívül hagyja a problémát, és az átlagosnál alacsonyabb hozamon újra befekteti, 2. növekedést vásárol vagy 3. visszajuttatja a pénzt a részvényeseknek, akik esetleg máshol magasabb hozam fejében befektethetik. Buffett szerint egyedül a harmadik választás ésszerű.

A menedzsment értékelésekor ez a választás döntő jelentőségű, mert megmutatja, hogy a menedzsment értékes vagy inkább kiábrándító a részvényesek számára, jóval azelőtt, hogy az eredmények megjelenének az éves beszámolóban.

A racionalitás után nézzük az elfogulatlanságot. Idővel minden vállalat követhet el hibákat, nagyokat és jelentékteleneket egyaránt. Túl sok menedzser hajlamos arra, hogy tisztességes felvilágosítás helyett túlságosan optimistán tálalja az eredményeket. Van valami becsülendő abban a menedzserben, aki veszi a bátorságot, és megbeszéli a részvényesekkel a vállalatot ért kudarcokat is. Buffett úgy hiszi, az a menedzser, aki nyilvánosan beismeri a hibáit, nagy valószínűséggel ki is javítja őket.

Ha a tőke elosztása egyszerű és logikus, miért van ilyen rosszul elosztva? Ha a menedzserek bölcsek és szavahihetőek, ha szembenéznek hibáikkal, és elfogadják őket, akkor az éves beszámolók miért csak a sikert harsogják? A válasz, amint azt Buffett tapasztalta, a láthatatlan erő, amelyet intézményesített követési kényszernek neveznek – vagyis a vállalatvezetőknek a lemmingekhez hasonló hajlama, hogy más menedzserek viselkedését utánozzák, függetlenül attól, hogy az milyen ostoba vagy ésszerűtlen. Az önálló gondolkodás, a racionális és logikus célok kitűzése sokkal nagyobb valószínűséggel maximalizálja a vállalat profitját, mint a leginkább a „vezérürü követéseként” leírható stratégia.

A menedzsmentnek e három dimenzió mentén történő értékelése sokkal nehezebb feladat, mint a pénzügyi teljesítmény

mérése, azon egyszerű oknál fogva, hogy az emberi lények sokkal bonyolultabbak, mint a számok. Sok elemző úgy véli, hogy mivel az emberi tevékenység mérése pontatlan és megbízhatatlan, egyszerűen semmilyen megbízhatósági szinten nem értékelhetjük a menedzsmentet, ezért mindez hiábavaló gyakorlat. Úgy tűnik, szerintük tizedesvessző nélkül semmit sem mérhetünk.

Mások azt a nézetet vallják, hogy a menedzsment értékét pontosan tükrözik a vállalat teljesítményét bemutató adatok, például a bevétel, a nyereség, a saját tőke hozama, így más mérce nem is szükséges.

Részben mindkét vélemény elfogadható, de szerintem egyik sem elég súlyos ahhoz, hogy többet nyomon a latban, mint az eredeti feltevés. A menedzsment értékelésére azért érdemes időt szánni, mert korai jelzéseket ad a várható, végső pénzügyi teljesítményről. Ha közelebbről megvizsgáljuk a vezetés szavait és tetteit, olyan nyomokra bukkanunk, amelyek segítségével sokkal hamarabb megítélhetjük munkájukat, mint azt a vállalat pénzügyi beszámolója vagy a napi sajtó részvényárfolyamokat közlő oldalai alapján tehetnénk. E nyomok felkutatásához egy kissé mélyebbre kell ásunk, ami elegendő lehet arra, hogy elvegye a menedzserek kedvét a lustálkodástól.

Ha a menedzsment értékelésének ötlete még mindig bizonytalannak tűnik, Buffett néhány tippet ajánl. A következőket tanácsolja:

- olvassuk el az éves beszámolókat pár évre visszamenőleg, különös figyelmet szentelve annak, mit mondott a menedzsment a jövőre vonatkozó stratégiáról;
- hasonlítsuk össze a terveket a jelenlegi eredményekkel: milyen mértékben sikerült valóra váltani őket;
- a néhány éves stratégiákat vessük össze a mostaniakkal is: hogyan változott a gondolkodás;
- hasonlítsuk össze az éves beszámolót más, ugyanabban az üzletágban tevékenykedő vállalatokéival is. Nem mindig könnyű egy másik, hasonló céget találni, de még a viszonylagos teljesítmény összevetése is hasznos benyomásokkal szolgálhat.



Egy fókusz-stratégiát alkalmazó befektető tökéletesen alkalmas a menedzsment értékelésének feladatára. Aki mindössze néhány vállalat részvényét birtokolja, és több éven keresztül szándékozik megtartani azokat, annak igazán van módja arra, hogy megismerje a vezetést. Tekintsük át visszamenőleg az éves beszámolókat, és fokozatosan keressük meg a menedzsment történetének logikáját. Kövessük nyomon a vállalatot a sajtóban; olvassuk el, mit mond a menedzsment, és mit mondanak róluk mások. Ha észrevevessük, hogy az igazgató mostanában előadást tartott vagy beszédet mondott, szerezzünk róla egy másolatot a befektetőkkel kapcsolatot tartó osztálytól, és olvassuk el figyelmesen. A legfrissebb információk eléréséhez böngésszük a vállalat internetes oldalait. Minden elképzelhető irányban tájékozódjunk. A legfontosabb, hogy ne vessük el a menedzsment értékeléséről szóló felvetést azzal, hogy a feladat nem egyszerű. Minél inkább odafigyelünk a dolog nyitjára, annál inkább ráhangolódunk, és annál jobban fog menni.

Talán az is segít, ha nem feledjük, miért csináljuk ezt az egészet. Azért, hogy olyan információkra tegyünk szert, amelyek végül is befolyásolják a részvényárfolyamokat, de mi már korábban megismerjük őket. Mint Buffett mondja, a piac gyakran (ám nem mindig) hatékony, és a menedzsment értékelése olyan elemzési eszköz, amellyel a piac elé kerülhetünk.

## NÖVEKEDÉS KONTRA ÉRTÉK: AMI FOLYAMATOS VITA TÁRGYA

Warren Buffett hozzáállása a részvények kiválasztásához nagyon keveset változott az elmúlt húsz évben. Ugyanúgy vélekedik a vállalatról, a menedzsmentről, a pénzügyekről, a vételi árról – a sorrend sem változott. Ez látszatra egyszerű, egyenes megközelítés. Mégis, épp egyszerűségénél fogva, egy azóta is tartó intellektuális kötélhúzáshoz vezetett, ami az „értékbe” és a „növekedésbe” való befektetést próbálja megkülönböztetni egymástól.

Az „értékbe fektetés” hagyományosan azt jelenti, hogy valaki olyan részvényeket keres, amelyeket a mögöttes értékükhöz képest érzékelhetően alacsonyabb áron kínálnak – mint ahogy ez az alacsony piaci érték/könyv szerinti érték arányban, az alacsony árfolyam/nyereség arányban vagy a magas osztalékban megmutatkozik. A „növekedésbe fektetők” abból akarnak pénzt csinálni, hogy olyan vállalatokhoz igazodnak, amelyek gyorsan növekednek, és feltehetőleg ezt fenn is tartják.

„A legtöbb elemző úgy érzi, hogy választania kell a két megközelítés, a reálérték-elmélet és a növekedés közt, mivel egymással ellentétesnek vélik őket” – mondja Buffett. „Valójában számos befektetési szakember valamiféle intellektuális átöltöztetés eredményének tekinti a két fogalom keverékét.”<sup>7</sup> Talán nem csodálkoznak rajta, hogy Buffettnek más nézetei vannak a „növekedésről” és az „értékről”.

A részvény értékét, amint azt Buffett több alkalommal elmagyarázta, úgy kapjuk, hogy a befektetés élettartama során jelentkező nettó pénzáramlásokat a megfelelő rátával diszkontáljuk. A növekedés, mint rámutat, egyszerűen a számítások részét képezi, a pénzáramlások jellemzője. „Szerintünk – mondja Buffett – a két közelítés (érték és növekedés) egyazon érem két oldala.”<sup>8</sup>

Charlie Munger – aki keveset beszél, de akkor megfontoltan – mondta egy ízben, hogy „Nekem ez az »értékre« és »növekedésre« osztás üres fecsegésnek tűnik. Igaz, hogy sok nyugdíjalapnál dolgozó tanácsadó számára kényelmes, hogy egy kis locsogással megkeresheti a jutalékát, de ezenkívül nem sok haszna van, hacsak az nem, hogy néhány tanácsadó megkülönböztetheti magát a többiektől. De számomra minden intelligens befektetés értékbe történő befektetés.”<sup>9</sup>

Annak ellenére, hogy Buffett és Charlie kitart amellett, hogy nincs lényeges különbség az „értékbe fektetés” és a „növekedésbe fektetés” között, a befektetési üzletág még mindig e két lehetőség szétválasztásának a megszallottja. Ha követjük *A Warren Buffett-módszerben* szereplőket, időről időre azzal a kikerülhetetlen kérdéssel szembesülünk, hogy növekedésorientált vagy értékorientált befektetők vagyunk-e? Charlie Munger szempontját figyelembe véve, valószínűleg az a legjobb, ha ér-



tékbe fektetőnek tartjuk magunkat. De nehogy beleessünk abba a csapdába, hogy csupán azért veszünk meg egy részvényt, mert azt jellegzetes „érték”-részvénynek mondják.

William H. Miller III. sikeresen megoldotta az érték és a növekedés közti felosztást. Bill eredményei kétségkívül lenyűgözőek, de mindannyiunk számára hasznos lehet annak megismerése, hogyan tett szert erre az eredményre.

## BILL MILLER ÉS A LEGG MASON VALUE TRUST

1982-ben a baltimore-i székhelyű Legg Mason bróker- és befektetéskezelő cég megalapította első befektetési alapját, a Value Trustot. 1982-től 1990-ig a Value Trustot Ernie Kiehne, a Legg Mason kutatórészlegének korábbi vezetője és az értelmes, de még kipróbálatlan Bill Miller vezette.

Billnek a befektetéskezelő üzletágig ívelő pályája nem volt szokványos. Míg versenytársait az üzleti főiskolákon teljesen lefoglalta a modern portfólióelmélet elsajátítása, addig Bill a filozófia PhD-t végezte a John Hopkins Egyetemen. Míg más befektetéskezelő jelöltek Markowitzot, Sharpe-ot és Fama-t tanulnak, addig ő William James *Pragmatizmusát* és John Dewey *Kísérleti logikai esszéit* olvasta. Miután egy rövid ideig vállalati trezsorőrként dolgozott, ami elősegítette, hogy megértse a vállalatok működését, Bill a Legg Mason kutatórészlegéhez került, majd Ernie-vel együtt vezette a Value Trustot.

Az 1980-as években a Value Trust kétfajta alapelvet követett. Ernie Ben Graham megközelítése szerint az alacsony árforlyam/nyereség arányú és a könyv szerinti értékhez képest olcsó vállalatokba fektetett. Bill másképpen csinálta. „Az enyém – magyarázza – az elméletibb megközelítés, amiről Graham beszélt, és amit Buffett dolgozott ki részletekbe menően, miszerint a befektetés értéke a jövőbeli pénzáramlások jelenértéke. A trükk ennek meghatározása, és így valós értékükön számítjuk be az eszközöket, és sokkal olcsóbban jutunk hozzájuk.”<sup>10</sup>

A kilencvenes években Bill átvette a Value Trust vezetését, és ettől kezdve csak a saját megközelítését alkalmazta az alapra. Ami ezután következett, azt egyetlen másik, általános közönséges részvényekbe fektető alap sem tudta megismételni ebben az évtizedben: a Value Trust nyolc egymást követő évben (1991–1998) rendre felülmúlta a S&P 500-as indexet. 1998 végén Bill kitűnő eredményeinek köszönhetően elnyerte az iparág egyik leghőbbben áhított elismerését: a Morningstar az év hazai alapkezelőjének választotta.

„Bill nagy portfóliót kezel, és hosszú távra tekint” – mondta Erric Savitz a *Barron*’stól. „Hosszú távon is bebizonyította, hogyan működött ez a módszer.” Savitz, aki nyomon követte Bill sikereit, miközben a befektetési alapokról írt a *Barron*’sba, úgy emlékszik rá, mint aki nagyon visszafogott természetű. „Nem volt törtető. Sok befektetéskezelő beugrott a CNBC-be, és »előadta magát« a közönség előtt, ám Bill nem az a fajta volt, aki a saját sikerét nagydobra verte. Pedig azok közül, akiket ismertem, neki volt a legjobb érzéke a részvényekhez.”<sup>11</sup>

Napjainkban Bill a Legg Mason tizenkéth milliárdos vagyonát kezeli, beleértve a kilencmilliárdos Value Trustot. Noha szigorú értelemben nem számít fókuszált befektetőnek, nagyon közel jár hozzá – a Value Trustban általában 30-40 papír van, az eszközök több mint a fele pedig mindössze tíz részvényben. „Számos párhuzam van Bill Miller és Warren Buffett között – világít rá Amy Arnott, a *Morningstar* szerkesztője –, nagyon alacsony cserélődésű stratégiát folytat, és a portfóliója más részvényalapokhoz képest meglehetősen koncentrált. Hasonlóan értékeli a vállalatokat, mint Buffett, ugyanis mindketten a szabad pénzáramlásokat (free cash flow) tekintik a belső érték mércéjének.”<sup>12</sup>

Bill, noha a reálérték-elméletben hisz, a pénzügyi publikációkban megszokott rövid ismertetőkből nem mindig az „érték” kulcsszó alatt jelenik meg. Ha a reálérték-elmélet hagyományos mércéit tekintjük, például a piaci érték/nyereség arányt vagy a piaci érték/könyv szerinti érték arányt, akkor azt látjuk, hogy Bill nem mindig hagyatkozott ezekre a sablonokra. „Megpróbáljuk megkülönböztetni azokat a vállalatokat, amelyek jogosan olcsók azoktól, amelyek nem megérdemelten azok” – magyarázza.



„Sok vállalat van, amelynek árfolyama alacsony, és mégsem vonzó. A trükk abban rejlik, hogy elkülönítsük ezeket a vonzóktól.”<sup>13</sup>

Bill válogatós ízlése a hosszú befektetési időtávval együtt bizonyára elősegítette, hogy a Value Trust az 1990-es évek egyik legjobb befektetési alapjává váljon, ebből adódóan többen kritikai megjegyzésekkel is illették. Mivel a Value Trust egyaránt tartott „növekvőnek” számító és reálérték-elmélet alapján kiválasztott részvényeket, Bill nem tudott szabadulni a makacs polémiától, miszerint ő reálérték-elmélet alapján döntő vagy növekedésorientált menedzser-e, mint azt Jim Cramer csípős hangvételű cikke feltárta a *TheStreet.com*-ban.

Cramer, a *TheStreet.com* nagyra becsült alapítója, egyik kegyetlen írásának ezt a címet adta: „Helytelen! Második felismerés: befektetési alapok és az érték megítélése”. Cikkében Cramer nyíltan támadott számos reálérték-elmélet orientált alapot, amelyek olyan részvényeket is birtokoltak, amelyekre ráillett az üzletágban használt „várhatóan magas növekedésű részvény” meghatározás. Cramer az *Investor's Business Daily* értékindekszerzőjével, reálérték-elmélet szerinti befektetési stratégiát alkalmazó alap nagy részesedésekkel rendelkező vállalatokban, mint a Dell Computer, az America Online, a Microsoft és a Lucent. „Micsoda nevetséges fogalom az érték arra, amit ezek a részvények képviselnek. Érték. Ugyan már...” – írta Cramer.

Továbbment: „Nem akarok túlságosan cinikus lenni, de azt hiszem, a menedzserek nem gondolnak bele semmibe. A befektetési alapok elnevezéseinek kevés igazságtartalma van, ennél rosszabbat egyetlen iparágban sem tapasztaltam. Azt hiszem, szabályt kellene hozni arra nézve, hogy azokra a cégekre, akik ilyen ugrásszerű növekedést mutató részvényeket birtokolnak, ne lehessen alkalmazni az »érték« fogalmat. Az érték ebben a világban egyszerűen álarccá vált, becstelen marketing-taktikává, hogy olyan embereket is becsalogassanak az ajtón, akik egyébként nem szeretnék ilyen »orrvérzős« részvényeket.”<sup>14</sup>

Miller egy levélben válaszolt a *TheStreet.com*-nak, amely azt hiszem kifejezően ragadja meg a növekedés kontra reálérték

vita lényegét. Észrevételeit engedélyével az alábbiakban közöljük.

Jim, talán az általam vezetett Legg Mason Value Trust lehet a „bűnös”, akinek hadat üzentél a reálérték/növekedés rovatodban, miután benne vagyunk az IBD értékindekszerében, és a két legnagyobb részesedésünk a Dell és az AOL. (Lucent- és Microsoft-részvényeink nincsenek.)

Természetesen, amikor 1996-ban 4 dollárért Dell részvényeket vettünk 6-os P/E és 40%-os megtérülési ráta mellett, senki nem gondolta, hogy eretnekek vagyunk. És amikor 1996 végén AOL-részvényeket vettünk 15 dollárért, az emberek azt gondolták, hogy nem bölcs dolog bevásárolni valamiből, aminek vagy a Microsoft, vagy az Internet, vagy a saját hozzá nem értésük miatt, de biztosan lőttek. [Vegyük észre, hogy az ezt követő részvényfeldarabolások miatt Bill vételi árfolyama jelenlegi szintre vetítve a Dell-részvényenként 2, az AOL-ért pedig 7,5 dollárt jelentene.]

A kérdés természetesen az, hogyan értékelnénk ezeket mostani, P/E-vel (árfolyam/nyereség arány) és piaci érték/könyv szerinti értékkel?

A válasz részben az általános befektetési stratégiához kapcsolódik. Azokhoz a befektetéskezelőkhöz képest, akik magas megtérülésű befektetés után kutatva az egész portfóliót kicserélik egy év alatt, a mi rideg 11%-os cserélődési ütemünk szinte rendellenesnek mondható. Jó vállalatokat találni olcsón, nagy részesedést szerezni bennük, és ezeket évekig megtartani: mindig is józan befektetés volt.

Egy spekulatív piacon ritka a hosszú távú befektetés, de mi éppen ezt csináljuk. Semmi értelmét nem látjuk annak, hogy megszüntessünk egy jó befektetést mindössze azért, mert az árfolyam megugrott, vagy mert eltelt valamennyi idő.

A jobb válasz az, hogy az ár és az érték két különböző és független változó. Mint Buffett rámutatott, elméletben nincs különbség a reálérték-elmélet és a növekedésorientált modell között; a befektetés értéke a jövőbeli pénzáramlások jelenértéke.

Az érték és a növekedés nem szedi ízekre a világot; ezeket a kifejezéseket főleg tanácsadók használják, mert segítségük-



kel csoportosíthatják a befektetéskezelőket az ügyfelek számára. Részvényekre jellemző tulajdonság, nem pedig vállalatokra.\* Mint Charlie Munger egy ízben megjegyezte, a különbségtétel „üres locsogás”.

Az 1982 eleje óta pályán maradó menedzserek 91%-át felülmúló piac elég hatékonynak tűnik számomra. Mivel a számítógép nem igazán szűkös erőforrás, és adatbázisokban sincs hiány, a részvények számvitelalapú tényezői (árfolyam/nyereség, könyv szerinti érték/piaci érték, árfolyam/pénzáramlás stb.), amelyeket a számítógép is képes meghatározni, nem igazán vezetnek komoly teljesítményhez.

Amennyiben úgy tűnik, e mutatók bármely kombinációja sikerrel kecsegtet, azonnal lecsapnak rá. Nincs olyan algoritmus, amely biztosítja a magasabb teljesítményt.

Bármely portfólió, bármely ideig azért múlja felül a piaci átlagot, mert rosszul árazott értékpapírokat tartalmaz. A piac rosszul ítélte meg ennek a csoportnak a jövőjét. Mi közvetlenül a félreárazást fürkésszük, amikor egy többtényezős módszerrel használva összehasonlítjuk, a piac ítéletét a vállalat értékéről azzal, amit mi gondolunk.

Ez a módszer a számvitelalapú értékeléssel kezdődik, majd folytatódik a piaciérték-elemzéssel, a hitelből történő kivásárlás alapján meghatározható értékkel, és a felszámolási érték vizsgálatán keresztül a diszkontált pénzáramlások modelljét foglalja magában.

Az értékelés nem statikus, hanem dinamikus folyamat. Amikor először értékeltük az AOL-t, 15 dollár körül kereskedtek vele, de mi úgy véltük, legalább 30-at ér. Jelenleg, a konzervatív diszkontált pénzáramlási modell szerint, 110 és 175 közé tesszük az értékét. Ha a hosszú távú gazdasági modellben helyesek a feltételezéseink, akkor ez a szám sokkal magasabb is lehet.

Senki nem panaszkodott, amikor General Motors- vagy Chase-részvényeket vásároltunk – jó öreg, „könnyen értékelhető vállalatokat” –, vagy amikor alacsony piaci részesedés-

\* Ez pénzügyileg helytelen. A részvények összessége a vállalat. (A lektor megjegyzése)

sel rendelkező, gyenge növekedést mutató cégbe, mint a Toys “R” Us vagy a Western Digital, fektettünk, és tetemes veszteségeket szenvedtünk el. Az emberek a Delleket és AOL-okat kifogásolják.

Látszólag azt nehezményezték a legjobban, hogy nem adtuk el a Dellt 8 dollárért, mint más reálérték-elméletet követők tették, mivel a PC-papírok árfolyama mindig is 6 és 12 közt mozgott, tehát amikor a Dell elérte a 12-t, többé már nem képviselt értéket.

El vagyunk ragadtatva, amikor az emberek naiv, számvitelalapú számításokat készítenek, majd azokat egy lineáris skálán elhelyezve hozzák meg befektetési döntéseiket. Így tulajdonképpen sokkal könnyebb eldönteni, hogy melyik vállalkozásba érdemes befektetni, és ez lehetővé teszi számunkra, hogy mélyrehatóbb elemzések készítésével jobb eredményeket érjünk el ügyfeleink számára.

A GM-et ugyanazon okból tartjuk, mint az AOL-t, a piaci ár nem tükrözi a cég igazi értékét, mert az alapvető üzletmenet belső értékéhez képest mindkét vállalatot olcsón kínálják.

Szívélyes üdvözléssel,

*Bill Miller*

Klasszikus érvelés. Azt hiszem, Bill levelét befektetők és közgazdászok egyaránt tanítani fogják. Minden bizonnyal felkeltette Jim Cramer figyelmét is. Az alábbiakban olvashatjuk a *TheStreet.com*-ban megjelent válaszát.

Kedves Bill!

Ez igen, ez fölnyitotta a szememet! Ti tényleg valami mást csináltok. Az erős árnövekedések anomáliái, a nagyszerű részvénykiválasztásaitok és az adó alacsony szinten tartásának igénye mind valamilyen különleges irányba mutatnak, és igazán sajnálom, hogy a „reálérték-elmélettel” foglalkozó cikkembe belekevertelek benneteket. Úgy tűnik, egy grafikonnál és néhány névnél mélyebbre kell ásnom, hogy megértsem az „érték” rejtélyét. Kitűnő munka; elképesztő válasz és köszönöm, hogy időt áldoztál arra, hogy mindezt megoszd



velünk. Ó igen, és hadd gratuláljak a Dell és az AOL ilyen korai felfedezéséhez.

*Jim Cramer*

1998-ban a Focus Trust befektetési alappal és a részvényekkel együtt csatlakoztam Bill Millerhez és a Legg Masonhoz. A sajtó felfedezte a változást, és azonnal feltette a kérdést, hogyan boldogul a Focus Trust egy új befektetéskezelő csoporttal, akik széles körben birtokolnak technológiai vállalatokat. „Bill Miller, a világ másik nagyszerű befektetője, máris elfoglalta minden idők legnagyobbjainak panteonjában a harmadik helyet” – írta Sandra Ward a *Barron's*től. „Viszont, ellentétben Buffett-tal, Bill Miller nagy híve a technológiának. A pénzügyekre helyezett jelentős hangsúlyon túl Miller rendkívüli eredményeit valójában a technológiai részvényekbe történt komoly befektetései segítették elő.”<sup>15</sup>

Mi történne, kérdezik ezek a szerzők, ha Warren Buffett módszerét kereszteznénk Bill Millerével? Használhatnánk-e *A Warren Buffett-módszert* technológiai részvények kiválasztására a Focus Trust számára?

## A WARREN BUFFETT-MÓDSZER ÉS A TECHNOLÓGIAI VÁLLALATOK

Mivel a Berkshire Hathaway birtokában nincsenek technológiai vállalatok, sokan azt gondolhatják, hogy ezeket a vállalatokat nem is lehet olyan magas fokú biztonsággal elemezni, különben Buffett megtette volna.

Ez nem igaz.

Buffett könnyedén elismeri, hogy nem érzi magát alkalmasnak arra, hogy a technológiai vállalatok működését elsajátítsa és értékelje. A Berkshire 1998-as közgyűlésén megkérdezték tőle, fontolóra veszi-e valaha is, hogy technológiai csoportba fektessen. „Nos, a válasz nem – reagált – és ez nagyon sajnálatos.”

„Mindig nagyra becsültem Andy Grovet és Bill Gatest – folytatta Buffett –, és bárcsak tettekre válthattam volna a csodálatomat azzal, hogy beszállok egy kis pénzzel. Csakhogy, ha a Microsoftról vagy az Intelről van szó, nem tudom, hogy fog kinézni a világ tíz év múlva, és nem akarok beszállni egy olyan játékba, ahol másoknál van az előny. Az összes időmet azzal tölthetném, hogy a következő év technológiáján gondolkodom, és még mindig nem én lennék az országban a századik, az ezredik vagy a tízezredik a sorban e vállalkozások elemzésében. Vannak emberek, akik képesek a technológia elemzésére, de én nem.”<sup>16</sup>

Charlie Munger visszhangként ismétli ezt a hozzáállást. „Azért nem vagyunk benne a high-tech szektorban, mert a rátermettségi sajátos hiányától szenvedünk ezen a területen. A low-tech dolgok előnye, hogy úgy tűnik, egész jól megértjük őket. A másikat nem, és inkább azzal foglalkozunk, amihez értünk. Miért versenyeznénk egy olyan pályán, ahol nem nálunk van az előny, sőt esetleg hátrányt szenvedünk, ahelyett hogy olyan pályán játszanánk, ahol biztos előnyünk van.”<sup>17</sup>

Ha csak átlagos esélyekkel játszunk, az rossz hatással lehet a vagyoni helyzetünkre. Egész élete megtakarításait egy pénzfel-dobó versenyre akarja feltenni? „Mindenkinek ki kell találnia, hogy miben tehetséges – javasolja Charlie –, és ki kell használnia az előnyöket. De ha abban próbált valaki sikeres lenni, amiben a legrosszabbak a képességei, akkor garantáltan nagyon pocsék karrier elé néz.”<sup>18</sup>

A reálérték-elmélet hívei, mivel Buffett sem tevékenykedett ezen a területen, éveken át indokolatlanul távol maradtak a technológiai vállalatoktól. Téves felismerésük révén nem elemezték ezt az új iparágat, és most jócskán le vannak maradva egy tehetséges csoporthoz képest.

„A legtöbb reálérték-elmélet szerint befektető történelmi értékeléseket használ annak meghatározására, hogy a részvény olcsó vagy drága” – fejtegeti Bill Miller. „De ha egy befektető csak történelmi modelleket használ, akkor az értékelési módszerei kontextusfüggővé válnak.” Más szavakkal a történelmi értékelés modellje addig működik, amíg a jövő nagymértékben hasonlít a múltra. „A legtöbb reálérték-elmélet hívőnek azzal a



problémával kell szembenéznie, hogy a jövő sok tekintetben más, mint a múlt – mondja Miller –, és a legjelentősebb eltérés a technológiának a társadalomban betöltött szerepéből fakad.”

„Azt hiszem, a valóságban *A Warren Buffett-módszer* sablonja sok esetben nagyon jól illik a technológiára – folytatja Miller –, ami ténylegesen csak az elemzési képességünk tökéletesítését szolgáló szerszámkészlet, hogy a lehetséges befektetések hatalmas univerzumából ki tudjuk választani azokat, amelyek hosszú távon a legnagyobb valószínűséggel nyújtanak átlag feletti hozamot.”<sup>19</sup>

Ebben a megvilágításban számos technológiai vállalatot találhatunk, amely rendelkezik a Buffett által legtöbbször becsült gazdasági jellemzőkkel, úgymint: magas profit, magas megtérülési ráta, a nyereség visszaforgatása a gyorsan növekvő cégbe és a részvényesek érdekében tevékenykedő menedzsment. A nehézséget a jövőbeli pénzáramlások megbecslése jelenti, hogy azután azokat diszkontálva fogalmat alkothassunk a vállalat belső értékéről.<sup>20</sup>

„A legtöbb embernek az a gondja a technológiai vállalatok értékelésével, hogy a jövőre vonatkozó elképzelések elég bizonytalanok” – magyarázza Lisa Rapuano, a Legg Mason Fund Advisor elnökhelyettese és technológiai elemzője. „Tehát mindössze egy helyett több lehetőséggel kell számolnunk. Egy hosszú távú befektetés esetén ez megnövelheti a jövőbeli kifizetések varianciáját. Ha azonban az általunk vizsgálni kívánt vállalat szempontjából igazán kulcsfontosságú tényezőket vizsgáljuk – a piac potenciális méretét, a vállalat elméleti jövedelmezőségét, a versenyhelyzetét –, pontosan megérthetjük, mi vezethet egyik vagy másik kimenetelhez, és ezáltal csökken a bizonytalanság szintje. Még mindig pénzáramlások alapján értékelünk, de gyakran egy helyett több lehetséges célértéket használunk.”

Rapuano így folytatja: „mivel a technológia a gazdasági növekedés igazi motorja, és mivel néhány sikeres technológiai vállalat igen nagy hozamokat ér el, mikor újításaik termőre fordulnak, megéri egy fokkal alaposabb elemzést végezni. A más területeken elérhető hozamokat messze túlszárnyalhatjuk még akkor is, ha számításba vesszük a nagyobb bizonytalanságot.”<sup>21</sup>

Azt már tudjuk, hogyan kezeli Warren Buffett egy vállalat értékelésekor a bizonytalanság kérdését – egy nagyobb biztonsági felárat használ. Ez egy jó stratégia bizonytalan jövőjű vállalatok kockázatának a figyelembevételére. Egy másik jó stratégia, hogy a vételt egy stabil, könnyen jósolható vállalatokból álló portfólióval kombináljuk.

Buffett-től gyakran idézik, hogy szerinte legközelebb az juthat nagy profithoz, aki megmondja, mik lesznek az új franchise-ok. „Azt hiszem, a technológiai vállalatok Buffett franchise-tényezőinek modern megfelelői” – mondja Bill Miller. Buffett fogyasztói javakat tartalmazó világában a márkahűség, az ármeghatározó képesség, a fogyasztók tudatába való beépülés a franchise-ban szerepet játszó tényezők. A technológia világában a franchise-ok tényezői a hálózati hatások, a pozitív visszacsatolás, a kompatibilitási kényszer (lock-in) és a növekvő hozadék.

„Azt hiszem, sok ember hibás gondolkozással közelít a technológiához” – teszi hozzá Miller. „Azt hiszik, a technológiát nehéz kiismerni, és ezért jobb, ha meg sem próbálják. Előre eldöntötték, hogy nem vesznek részt a buliban.”<sup>22</sup> Kétségtelenül van egy tanulási pálya a technológia megértéséhez, de merem állítani, hogy nem csak a komputervarázslók igazodhatnak el ezen a területen.

Mikor először elkezdtek tanulmányozni Buffett pénzáramlásokra épülő franchise-modelljét, fel kellett hagynunk a Graham-féle alacsony árfolyam/nyereség arányra és könyv szerinti értékhez számított alacsony árú koncentrált gondolkozással. Akkoriban új terminológia, új definíciók, a számviteli rendszerek új szemlélete és az osztalék-jelenérték modell megértésének az igénye voltak jellemzők. A technológia megismerése hasonló váltást kíván a gondolkodásban. Új kifejezéseket és új gazdasági modelleket kell elsajátítanunk. Valahogy másképp kell elemeznünk a számviteli rendszereket. De végül is az intellektuális változásnak nem kell nagyobbak lennie, mint amikor azt kezdtük elemezni, hogyan fordult el Buffett az olcsó értékpapírok keresésével jellemezhető klasszikus befektetéstől a kiváló vállalatok méltányos áron történő megvételét célzó modern módszerek felé.



„Olyan, mint minden újdonság – mondja Miller –, igenis rá kell szánni az időt, hogy megismerjük.” Miller rámutat, hogy Buffett és Peter Lynch azt mondja, a tanulás egyszerűen arról szól, hogy megfigyeljük, mi történik körülöttünk. „Igen, az emberek még mindig Coca-Colát isznak, Gillette-borotvát vesznek, és American Express kártyát használnak – mondja Miller –, de America Online-t és Microsoft-szoftvert is használnak. és Dell-számítógépeket vesznek, és ez általános jelenség.”<sup>23</sup>

## ÉRTÉKPAPÍR-ELEMZÉS MÁSODSZOR

Hetente egyszer a Columbiai Egyetem Business PhD képzésén részt vevő, 50 negyedéves MBA-hallgató betódul az Uris előadóba, hogy meghallgassa a háromórás Értékpapírelemzés-kurzust – ugyanazt a tantárgyat, amit Ben Graham hetven évvel ezelőtt tanított. Az előadásokat ma Michael Mauboussin professzor tartja. Ha nem tanít, Mauboussin a Credit Suisse First Bostonnál a kollégák és az ügyfelek tájékoztatásával tölti az idejét. „Minden évben gombóc van a torkomban, mikor először kiállok diákok elé” – vallja be Mauboussin. „Hatalmas alázatot érzek, mikor egy olyan hagyományt próbálok továbbvinni, amit Ben Graham kezdett el, és olyan diákok folytattak, mint Warren Buffett. Mindez hatalmas felelősséggel jár.”<sup>24</sup>

Mauboussin előadásai három szélesebb témakört ölelnek át. „Először is – mint mondja – a befektetés interdiszciplináris megközelítését hangsúlyozom. Ben Graham olyan nagy élettapasztalattal rendelkezett, hogy képes volt sok más tudományterületről származó elképzelést is beépíteni a tananyagba. Mi is ugyanerre törekszünk. Nemcsak pénzügyi könyveket használunk, hanem más modelleket és hasonlatokat is, és azt keressük, miképp alkalmazhatnánk ezeket a befektetésekre. Másodszor, megpróbáljuk megérteni a pszichológia szerepét a befektetésekben. Ben Graham »Mr. Piaca« híres elképzelés, és még ma is érvényes. Fontos annak megértése, hogy a befektetés társadalmi tevékenység és az emberi természet fontos szerepet játszik a folyamatban. Végezetül hosszasan tárgyaljuk a »biztonsági fel-

ár» koncepciót, nemcsak Ben Graham tanítását, hanem azt is, miképp támasztható alá mindez a valószínűség-számítás eszközeinek felhasználásával.”<sup>25</sup>

Az elmúlt hetven évre visszatekintve azt látjuk, hogy bámulatos mértékben megváltozott a befektetések világa. Az alapvető elképzelés megmaradt; még mindig az a döntő, hogy rátermett menedzserek irányítása alatt álló jó vállalkozásba fektessünk, ésszerű áron. Ám a gazdasági és az üzleti élet különböző fejlődési formákat produkált, és ez a befektetőktől is különböző gondolkodási modellek kifejlesztését kívánja, hogy lépést tartsanak a változó világgal.

Megkérdeztem Mauboussin professzort, milyen tanácsot adna egy, a befektetések világában most induló fiatalembernek. „Először azt mondanám az illetőnek, hogy meg kell ismernie a közgazdasági modelleket, de nemcsak a számvitel tételeit vagy a pénzügytan képleteit, hanem hogy miképp működik az üzlet, és hogyan hatnak egymásra a versenytársak. Ezután meg kell értenie az embereket korlátozó tényezők szerepét a befektetésekben, és végül azt mondanám, dolgozzon keményen, de ne túl keményen.”

„Keményen dolgozni – magyarázza Mauboussin – azt jelenti, hogy az eszünk mindig a munkán jár, annyit olvasunk, amennyit csak tudunk, mégpedig nem kizárólag a pénzügy területéről, hogy segítségükkel felépítsük és megerősítsük a gondolkodás azon modelljeit, amelyek a sikerhez kellenek. Amikor azt mondom, ne dolgozzon túl sokat, ezt úgy értem, hogy bár van egy olyan tendencia, amely a tevékenységet a dolgok elintézésével azonosítja, de a befektetéskezelésben ez nem így működik. Gyakran azok sikeresebbek, akik kevesebb, de fontosabb döntéseket hoznak, és nem azok, akik úgymond elfoglaltabbak, és sok döntést hoznak.”

Ha ezt Ben Graham hallaná, azt hiszem, bólogatna. Bizonyára teljes mértékben elégedett lenne az *Értékpapír-elemzés* hagyományával. Az évek során válogatott tanárok tanították ezt a tárgyat, és sok tehetséges diák alkalmazta jövedelmezően ezeket a leckéket saját élete és munkája során.



## Jegyzet

Mottó: The Commercial and Financial Chronicle, 1951. december 6.

- 1 *Outstanding Investor Digest*, 1997. augusztus 8., 14. o.
- 2 Uo.
- 3 Uo. 18. o.
- 4 Uo. 17. o.
- 5 *Outstanding Investor Digest*, 1996. augusztus 8., 34. o.
- 6 Berkshire Hathaway Annual Meeting, 1995.
- 7 Berkshire Hathaway Annual Report, 1992. 13–14. o.
- 8 Uo.
- 9 *Outstanding Investor Digest*, 1996. augusztus 8., 29. o.
- 10 Will the Real Ben Graham Please Stand Up? *Forbes*, 1989. december 11., 310. o.
- 11 Eric Savitz személyes közlése alapján, 1998. december 2.
- 12 Amy Arnott személyes közlése alapján, 1998. december 2.
- 13 *Adam Shell*: Bill Miller: Beating the Market is Routine. *Investor's Business Daily*, 1997. november 7.
- 14 *James Carmer*: Wrong! The Rear Echelon Revelations: Mutual Funds and Value Judgements. *TheStreet.com*, 1998. július 27.
- 15 *Sandra Ward*: Another Legend, Another Book? *Barron's*, 1998. június 22., 44. o.
- 16 *Outstanding Investor Digest*, 1998. szeptember 24., 48. o.
- 17 *Outstanding Investor Digest*, 1998. március 13., 55. o.
- 18 Uo.
- 19 Bill Miller személyes közlése alapján, 1998. december 1.
- 20 A következő kézikönyvet Bill Miller gyakran idézi mint tanulságos forrást a technológiai vállalatok megértéséhez: *Jeff Moone*: The Gorilla Game: An Investor's Guide to Picking Winners in High Technology. (New York: HarperCollins Publishers, 1998.).
- 21 Lisa Rapuano személyes közlése alapján, 1998. december 2.
- 22 Bill Miller személyes közlése alapján, 1998. december 1.
- 23 Uo.
- 24 Michael Mauboussin személyes közlése alapján, 1998. december 2.
- 25 Uo.

## HATODIK FEJEZET

## A befektetés matematikája

„Megpróbálunk úgy gondolkozni, ahogyan Fermat és Pascal [tette volna], ha soha nem hallottak volna a modern pénzügyi elméletről.”

Charlie Munger

Warren Buffettot már kisfiúként elbűvölték a számok. Tudjuk, hogy fiatal korában részvényekbe fektetett, de azt nem sokan tudják, hogy a számokkal való kapcsolata sokkal mélyebbre nyúlik a mérlegeknél és az eredménykimutatásoknál. Ha nem a tőzsdén járt az esze, a fiatal Buffett más matematikai feladványokon törte a fejét. Egyszer elhatározta, hogy kiszámítja, vajon a templomi énekek szerzői az átlagnál tovább élnek-e.<sup>1</sup> Azt tapasztalta, hogy a hosszú élet valószínűsége nincs összefüggésben a zenei tehetséggel.

Ma számok veszik körül Buffettot, és nem csak a tőzsde számai. A Berkshire biztosítási üzlete, amely talán a legkomolyabb matematikai kihívások egyike, szintén jó statisztikai és valószínűség-számítási feladvány. Ha nem a tőzsdén vagy a biztosítási üzleten törte a fejét, Buffett gondolatai gyakran forognak a számok körül kedvenc időtöltése, a bridzsezés közben. Egyetemista kora óta megszállott játékos, minden héten órákat áldoz szenvedélyének, és ha nem játszhat személyesen, rákapcsolódik az Internetre, és hozzá hasonló bridzsfanatikusokkal játszik szerte az országból.

Buffett jelentős hasonlóságot lát a bridzs és a tőzsde közt. Mint kifejti: „ez a millió következtetés játéka. Sok dologból



vonhatunk le következtetéseket – a lehívott és a nem lehívott lapokból. Ezek alapján következtethetünk a valószínűségekre. Ez a legjobb intellektuális kihívás. Tízpercenként más szituációkat kell áttekinteni. A bridzs a nyereség/veszteség arányok súlyozásáról szól. Egyfolytában számolni kell.”<sup>2</sup>

Bárki megmondhatja, aki már találkozott Buffett-tal, hogy különleges képessége van a gyors számításokhoz. Chris Stavrou, egy New York-i befektetésmenedzser, hosszú ideig a Berkshire Hathaway részvényese, így emlékszik vissza első találkozására Buffett-tal.<sup>3</sup>

„Megkérdeztem tőle, hogy használt-e már valaha zsebszámológépet.” Buffett így felelt: „Soha nem volt olyanom, és azt sem tudnám, hogyan kell használni.”

„De hogyan végez el bonyolultabb számításokat?” – faggatta tovább Stavrou. „Különleges tehetsége van?” „Nem, nem” – mondta Buffett. „Mindössze régóta dolgozom számokkal. Számérzék.”

„Tudna mutatni egy példát? Mondjuk mennyi  $99 \times 99$ ?”

Buffett azonnal rávágta: „9801.”

Mikor Stavrou megkérdezte, honnan tudta, azt válaszolta, hogy Feynman önéletrajzában olvasta.

Richard Feynman Nobel-díjas fizikus, aki részt vett az amerikai atombomba-kísérletben. Önéletrajzában, az *Ön bizonyára viccel, Mr. Feynmanban* leírja, hogyan lehet fejben elvégezni bonyolult matematikai számításokat. Buffetrá nézve tehát levonható az a következtetés, hogy egyrészt mindent megjegyez, amit olvas, másrészt nagyon gyorsan tud fejben számolni.

Stavrou még egy példát akart. „Ha egy festmény ára 100 év alatt 250 dollárról 50 millióra emelkedik, mekkora az éves hozam?” Buffett válasza ismét nem váratott sokáig magára: „13 százalék.” Stavrou csodálkozva kérdezte: „Hogy csinálta?”

Buffett rámutatott, hogy bármelyik összetett kamattáblázat tartalmazza a választ. (Ezek szerint Buffett egy két lábon járó kamattáblázat? Talán.) A probléma egy másik megközelítése szerint: „a legjobb, ha azt nézzük, hányszor duplázódik meg (250-et kb. 17,6-szer kell megduplázni, hogy 50 milliót kapjunk, vagyis minden 5,7 évben, ami évente 13 százalékot jelent).” „Ilyen egyszerű” – mondaná Buffett.

Buffett szerénysége ellenére nyilvánvaló, hogy van tehetsége a matematikához. Éppen ezért sokan szkeptikusan azt állítják, hogy befektetési módszere a felkészültségének köszönhetően működik, s aki ezzel nem rendelkezik, az ki van zárva a buliból. Buffett és Charlie Munger szerint ez nem igaz. Buffett befektetési módszerének alkalmazásához nem szükségeltetnek magas szintű matematikai tanulmányok. Mint egy, az USC-n (University of Southern California) elhangzott és az OID-ban közzétett előadáson Munger kifejti: „Nagyon egyszerű algebra. Nem nehéz elsajátítani. Ami nehéz, hogy életünk szinte minden napján rutinosan használjuk. A Fermat–Pascal-rendszer kísértetiesen hasonlít arra, ahogy a világ működik. Ez alapvető igazság. Szóval, egyszerűen el kell sajátítani a technikát.”<sup>4</sup>

## VALÓSZÍNŰSÉG-SZÁMÍTÁS

Meglehetősen leegyszerűsíti a valóságot, de nem túlzás azt állítani, hogy a tőzsde egy bizonytalan sokaság. Ebben a sokaságban több száz, több ezer erő hat. Ezek eredője határozza meg a folyamatosan változó árakat, közülük bármelyiknek drasztikus hatása lehet, és egyik sem jósolható meg bizonyosan. A befektető feladata tehát, hogy szűkítse a játékteret, eltávolítsa amit a legkevésbé ismer, és arra összpontosítson, ami leginkább közel áll hozzá. Ez pedig egy valószínűség-számítási feladat.

Amikor valamiben nem vagyunk biztosak, de mégis ki akarjuk fejezni a véleményünket, gyakran olyan kifejezéseket használunk, mint „van esélye annak, hogy” vagy „valószínű”, vagy „nem biztos, hogy”. Ha továbbmegyünk, és megkíséreljük számszerűsíteni ezeket az általános kifejezéseket, akkor valószínűség-számítással foglalkozunk. A valószínűség-számítás a bizonytalanság matematikai nyelve.

Mi a valószínűsége annak, hogy egy macska egy madarat hozzon a világra? Nulla. Mi a valószínűsége annak, hogy holnap felkel a nap? Ezt az eseményt biztosnak tekintjük, és az egy valószínűséget rendeljük hozzá. A biztos és a lehetetlen eseményt kivéve, minden eseménynek 0 és 1 közé esik a valószí-



nűsége. A valószínűség-számítás ennek az értéknek a meghatározásáról szól.

1654-ben Blaise Pascal és Pierre de Fermat egész sor levelet váltott egymással, s ezzel megalapozták, amit ma valószínűség-számításnak hívunk. Pascal, akiről már gyermekkorában kitűnt, hogy csodálatos képességekkel rendelkezik a matematika és a filozófia területén, egy olyan feladványt kapott Chavalier de Méré lovagtól – aki a szerencsejátékot és a filozófiát egyaránt kedvelte –, amely korábban már sok matematikuson kifogott. Chavalier azt szeretne volna megtudni, hogyan kell felosztani a tétet, ha a játékosoknak nincs alkalmuk befejezni egy kártyapartit. Pascal Fermathoz, a matematikai zsenihez fordult segítségért de Méré feladványával kapcsolatban.

„Pascal és Fermat 1654-es, a témában folytatott levelezése – írja Peter Bernstein az *Against the Gods* című, a kockázatról gyönyörűen megírt összefoglaló művében – fordulópontot jelentett a matematika és a valószínűség-számítás történetében.”<sup>5</sup> Noha különböző módon láttak a probléma megoldásához (Fermat algebrai úton, Pascal a geometria felé fordult), képesek voltak a számos különböző kimenetel valószínűségének meghatározására alkalmas rendszert alkotni. Pascal háromszöge csakúgyan számos problémát megold, például: mennyi a valószínűsége annak, hogy a kedvenc baseballcsapatunk megnyeri a két amerikai hivatásos baseball-liga bajnokainak döntő mérkőzését, miután elvesztette a bajnokság első meccsét.

Pascal és Fermat munkája a döntéshozatal elméletének kezdetét jelzi. A döntéselmélet a bizonytalanság melletti döntéshozatal folyamatára vonatkozik. „Bármilyen kockázat kezelésére irányuló erőfeszítés elengedhetetlen első lépése a döntés meghozatala” – írja Bernstein.<sup>6</sup> Bár mind Pascalt, mind Fermatot a valószínűség-számítás kifejlesztőjének tartják, egy másik matematikus, Thomas Bayes írta azt a művet, amely a későbbi gyakorlati alkalmazások alapjait lefektette.

A pontosan 100 évvel Fermat, és 78 évvel Pascal után 1701-ben született Bayes egyszerű életet élt. Tagja volt a Royal Societynek, de életében semmiféle matematikai publikációja nem jelent meg. Halála után publikált műve, az *Essays Towards Solving A Problem In The Doctrine Of Chances* akkoriban csekély fi-

gyelmet keltett. Peter Bernstein szerint azonban Bayes írása „roppant eredeti műnek bizonyult, amely szerzője nevét halhatatlanná tette a statisztikusok, a közgazdászok és más társadalomtudósok között”.<sup>7</sup> Lehetővé teszi a befektetők számára, hogy a valószínűség matematikai elméletét használják.

A bayesi elemzés révén logikus módon szemlélhetjük az események egy olyan halmazát, amelyben mindegyik lehetséges, de csak egy fog bekövetkezni. Elméletben egyszerű eljárás. Kezdetben bármilyen hozzáférhető tapasztalat alapján minden kimenetelhez hozzárendelünk egy valószínűséget. Ha további tapasztalatokat szerzünk, a kezdeti valószínűséget módosítjuk az új információ tükrében.

Bayes elmélete tehát olyan matematikai eszközt ad a kezünkbe, amellyel korábbi meggyőződésünket kiigazíthatjuk az újabb információk tükrében, vagyis – ahogy ő nevezte – az a priori eloszlásból a posteriorit kapunk. Más szavakkal, az a priori valószínűségeket és az új információt együttesen felhasználva kapjuk az a posteriori valószínűségeket, és így megváltoznak az aktuális esélyek.

Hogyan működik mindez?

Képzeljük el, hogy egy barátunkkal egész délután a kedvenc társasjátékunkat játszunk, és miután befejeztük, elbeszélgetünk erről-arról. Valamit mond a barátunk, ami arra késztet, hogy egy fogadást kössünk vele: egyetlen próbálkozásból hatost dobunk a játékhoz tartozó kockával. Egyértelmű esélyek, egy a hathoz, körülbelül 16 százalékos valószínűség. De tegyük fel, hogy a barátunk dob a kockával, gyorsan eltakarja a kezével, és bekukkant alá. „Annyit mondhatok – mondja –, hogy páros szám.” Most, hogy új információhoz jutottunk az esélyeink megváltoztak: egy a háromhoz lett, vagyis körülbelül 33 százalékos valószínűség. Mialatt azt fontolgatjuk, módosítsuk-e a tétet, barátunk kedvesen hozzáteszi: „És nem négyes.” Ezzel a pótlólagos információval esélyeink újra növekedtek, egy a kettőre, ami 50%-os valószínűségnek felel meg.

Ezzel a végtelenül egyszerű példával bayesi elemzést hajtottunk végre. Minden egyes új információ hatással volt az eredeti valószínűségre, ez maga a bayesi következtetés.



A bayesi elemzés megkísérel minden elérhető információt felhasználni a természet alapvető állapotával kapcsolatos döntések, illetve következtetések meghozatalakor. A főiskolákon és egyetemeken a bayesi elméletet a döntéshozatal elősegítése érdekében tanítják a hallgatóknak. A tantermekben a bayesi módszer népszerű neve a döntésifa-elmélet, amelyben a fa minden ága olyan új információt jelöl, amely módosítja a döntéshozatal során figyelembe vett esélyeket. „A Harvard Business Schoolban – mondja Charlie – a legkomolyabb számológész tárgy, ami összekovácsolja az elsőéves csoportokat az, amit döntésifa-elméletnek neveznek. Nem tesznek mást, mint a középiskolás algebrát alkalmazzák az élet valódi problémáira. A diákok imádják. Elbűvöli őket a felismerés, hogy a középiskolás algebra működik az életben.”<sup>8</sup>

## A VALÓSZÍNŰSÉG SZUBJEKTÍV INTERPRETÁCIÓJA

Mint Charlie rámutat, az elemi algebra rendkívül hasznos a valószínűség-számításban. De ahhoz, hogy mindezt a befektetések gyakorlatában is használhassuk, kicsit alaposabban meg kell vizsgálnunk, hogyan kell kiszámítani a valószínűségeket. Különösen a gyakoriság fogalmának kell figyelmet szentelnünk.

Mit jelent az, hogy egy egyszerű pénzfeldobásnál 1:2 valószínűséggel tippeltük helyesen, hogy fej lesz? Vagy hogy 1:2 valószínűséggel kapunk páratlan számot, ha kockával dobunk? Ha egy dobozban 70 piros golyó és 30 kék golyó van, mit jelent az, hogy 3:10 valószínűséggel kéket húzunk? Ezekben a példákban az esemény bekövetkezésének valószínűségét egy gyakoriság fejezi ki, amely az átlagok törvényén alapszik.

Ha egy bizonytalan esemény végtelenszer megismétlődik, az esemény valószínűségét a bekövetkezésének a gyakorisága jelenti. Ha például százezerszer feldobunk egy pénzt, azoknak az eseményeknek a várható száma, hogy fej lesz, ötvenezer. Vegyük észre: nem azt mondtam, hogy ötvezezerszer lesz fej. A nagy számok törvénye szerint, a relatív gyakoriság és a valószínűség

csak végtelen számú ismétlés során egyezik meg egymással. Elméletben tudjuk, hogy tisztességes pénzfeldobás esetén a fej esélye 1:2, de soha nem mondhatjuk, hogy az esély pontosan annyi, míg végtelenszer fel nem dobtuk a pénzt.

Nyilvánvaló, soha nem tehetünk határozott kijelentéseket olyan probléma esetén, amely bizonytalansággal foglalkozik. Ha azonban a probléma jól van megfogalmazva, akkor felsorolhatjuk az összes lehetséges kimenetelt. Ha egy bizonytalan eseményt elég gyakran megismétlünk, a kimenetek gyakorisága a különböző lehetséges kimenetek valószínűségét mutatja. A nehézség akkor jelentkezik, ha olyan eseménnyel állunk szemben, amely csak egyszer történik meg.

Hogyan becsülhetjük meg annak valószínűségét, hogy holnap átmegyünk a természettudomány-vizsgán, vagy hogy a Green Bay Packers visszaszerzi első helyét a Super Bowl-bajnokságon? Itt azzal a problémával szembesülünk, hogy ezek egyszeri események. Megnézhetjük a Green Bay-meccsekre vonatkozó statisztikákat, de a játékosok és a körülmények folyton változnak. Felidézhetjük a korábbi vizsgákat, és ez alapján lehet valami elképzelésünk arról, hogyan fog sikerülni a mostani, de a kérdések sem ugyanazok, és a tudásunk is változik.

Ismételt kísérletekből származó gyakorisági megoszlás híján miképp számítható ki a valószínűség? Sehogy. Ehelyett a valószínűségek *szubjektív* interpretációjára kell hagyatkoznunk. Szakadatlanul ezt tesszük. Azt mondanánk, annak esélye, hogy a Packers visszaszerzi az első díjat 2:1-hez, vagy annak esélye, hogy átmegyünk ezen a nehéz vizsgán, 1:10-hez. Ezek valószínűségi állítások, amelyek az eseménnyel kapcsolatos „hitünk erősségét” írják le. Ha a szóban forgó esemény nem ismételt tetszés szerint, és így nem kaphatjuk meg a valószínűség gyakoriságon alapuló interpretációját, akkor a saját józan ítélőképességünkre kell hagyatkoznunk.

Természetesen könnyen beláthatjuk, hogy sok szubjektív interpretáció rossz irányba visz minket. Szubjektív valószínűség esetén feltételezéseink ellenőrzésének a terhe ránk hárul. Álljunk meg egy pillanatra, és gondoljuk át a helyzetet. Azért feltételezünk 1:10-hez esélyt a vizsga teljesítésére, mert nehéz az anyag, és nem készültünk fel elég alaposan, vagy ez az arány a



túlzott szerénységünkől adódik? Olyan hűséges és elvakult Packers-drukkerek vagyunk, hogy nem vesszük észre a másik csapat fölényét?

A bayesi elemzéssel kapcsolatos tankönyvek szerint, ha úgy véljük, hogy feltételezéseink ésszerűek, „teljesen elfogadható”, ha egy bizonyos esemény szubjektív valószínűségét egyenlővé tesszük a gyakorisággal.<sup>9</sup> Mindössze ki kell hagyni az ésszerűtlen, nem logikus feltevéseket. Hasznos lehet, ha a szubjektív valószínűségeket a gyakorisági valószínűség módszerének kiterjesztéseként fogjuk fel. Valójában a szubjektív valószínűség sok esetben növeli a vizsgálat értékét, mert a hosszú távú statisztikai szabályosság helyett újabb szempontokat vesz számításba.

Akár felismerik, akár nem, elméletben a befektetők minden döntése egy valószínűség-számítási feladat. Sikerük szempontjából elemi fontosságú, hogy a valószínűségi állítás mind a régebbi, mind a jelenleg elérhető adatokat egyesítse magában. Ez maga a bayesi elemzés.

## VALÓSZÍNŰSÉGEK BUFFETT MÓDRA

„Vond ki a lehetséges veszteség és a veszteség valószínűségének a szorzatát a lehetséges nyereség és a nyereség valószínűségének a szorzatából”. „Mi ezt használjuk” – mondja Buffett. „Nem tökéletes, de végül is erről van szó.”<sup>10</sup>

A befektetés és a valószínűség-számítás kapcsolatát világosan példázza a kockázatarbitrázs gyakorlata. Mint arról az OID beszámolt, Buffett egy csoport stanfordi diákkal osztotta meg e fogalomról alkotott nézeteit. „A kockázatarbitrázs olyasmi, amit idestova negyven éve csinálok, – fejt ki Buffett –, és a főnököm, Ben Graham, harminc évig csinálta előttem.”<sup>11</sup> A tiszta arbitrázs az a profit, amelyre két különböző piacon jegyzett értékpapír ára közötti eltérés révén teszünk szert. Az árukat és a valutákat például számos különböző piacon jegyzik szerte a világon. Ha valamely árut eltérő áron jegyeznek két különböző piacon, ak-

kor az egyik piacon megvesszük, a másikon eladjuk, és megnyerhetjük a különbséget.

A kockázatarbitrázs, amely manapság sokkal elterjedtebb gyakorlat, az előre bejelentett összeolvadásokkal és vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos. (Néhány spekuláns a nem bejelentett egyesülésekre is alkalmazza a kockázatarbitrázst, de ez egy olyan terület, amelyről Buffett óvakodik, és mi se tegyünk másképp.) „Az én feladatom – mondja Buffett –, hogy felbecsüljem az éppen kiszivárgó események [bejelentett összeolvadások] valószínűségét és a nyereség/veszteség arányt.”<sup>12</sup>

Hadd fűzzek egy bevezetőt Buffett következő megjegyzései elé. Tegyük fel, hogy az Abbott vállalat részvényeire 18 dolláros árfolyamon indul a kereskedés a nap elején. Aztán, a délelőtti közepén bejelentik, hogy valamikor az év során, talán hat hónapon belül, az Abbottot eladják a Costello vállalatnak részvényenkénti 30 dolláros áron. Az Abbott árfolyama azonnal felszalad 27 dollárra, itt megállapodik, és elkezd le-föl ingadozni.

Buffett látja a bejelentett összeolvadást, és döntést kell hoznia. Először is, megpróbálja felbecsülni a bizonyosság mértékét. Az igazgatótanács váratlanul ellenszegülhet az ötletnek, vagy a versenyhivatal [a Federal Trade Commission] ellenvetésének adhat hangot. Soha senki nem tudja biztosan, hogy egy kockázatarbitrázs-ügylet létrejön-e, és itt jön be a képbe a kockázat.

Buffett döntési mechanizmusa a szubjektív valószínűség gyakorlatát követi. Kifejti: „Ha azt gondolom, hogy egy esemény 90%-os eséllyel bekövetkezik, és 3 pontot eredményez, valamint 10% az esély, hogy megbukik, ami 9 pontos eséssel jár, akkor a 2,7 dollárból lejön 0,9, vagyis 1,8 dollár lesz a matematikai várható érték.”<sup>13</sup>

Ezek után – Buffett szerint – az időtartamot kell fontolóra venni, és a befektetés hozamát más, számunkra elérhető befektetésekhez kell viszonyítani. Ha az Abbott-részvényeket 27 dollárért vettük, akkor Buffett számításai szerint 6,6%-os hozamra számíthatunk (1,8 dollár/27 dollár). Ha az üzletet várhatóan hat hónap múlva kötik meg, akkor a befektetés éves hozama 13,2% lenne. Buffett ezután összehasonlítja ezt a hozamot, más számára elérhető hozamokkal.



A kockázatarbitrázs magában hordozza a veszteség lehetőségét. „Teljes mértékben készen állunk arra, hogy veszítsünk egy adott ügyleten – az arbitrázs a kivétel –, de nem megyünk bele egy olyan ügyletbe, ahol számos azonos jellegű, egymást kölcsönösen kizáró esemény valószínűsége inkább veszteségre utal. Reméljük – vallja be Buffett –, hogy olyan tranzakciókba fogunk, ahol jól számoltuk ki ezeket a valószínűségeket.”<sup>14</sup>

Világosan láthatjuk, hogy Buffett kockázatarbitrázshoz használt becslései szubjektív valószínűségekre vonatkoznak. A kockázatarbitrázsban nincs gyakorisági eloszlás. Minden ügylet különböző. Minden körülmény más becslést igényel. Még így is érdemes azonban ésszerű matematikai számításokat alkalmazni a kockázatarbitrázusra.

Az eljárás nem különbözik attól, amikor közönséges részvényekbe fektetünk. Ennek bemutatására tekintsünk két klasszikus Berkshire Hathaway-vételt, a Wells Fargót és a Coca-Colát.

## A WELLS FARGO- ÉS A COCA-COLA-BEFEKTETÉSEK

1990 októberében a Berkshire Hathaway a Wells Fargo Társaság 5 millió részvényét vette meg, részvényenként átlagosan 57,88 dollárért, összesen 289 millió dollárt fektetett a vállalatba.<sup>15</sup> Ezzel a forgalomban lévő részvények 10%-át birtokolta, így a Berkshire vált a bank legnagyobb részvényesévé.

Ez egy nagyon ellentmondásos döntés volt. Az év korábbi szakaszában 86 dolláron is forgott az értékpapír, aztán jelentős mértékben zuhant az árfolyam, amikor a befektetők tömegesen próbáltak szabadulni a kaliforniai bankok részvényeitől. Akkoriban súlyos recesszió sújtotta a nyugati partot, és sokan azt hitték, hogy a jelentős kereskedelmi és ingatlan-jelzáloghiteleket kihelyező bankok számára rossz idők következnek. A kaliforniai bankok közt a legtöbb jelzáloggal rendelkező Wells Fargót különösen sebezhetőnek tartották.

Buffett nagyon is tisztában volt ezekkel a híresztelésekkel, ám ő egészen más következtetésre jutott a Wells Fargót illetően. Olyasmit tudott talán, amit a többi befektetési szakember nem? Nem igazán. Egyszerűen másképp elemezte a helyzetet. Köveszük végig gondolatmenetét, mivel ez nagyon jól példázza, hogyan használja Buffett a valószínűségeket.

Először is Buffett jól értett a banküzlethez. A Berkshire tulajdonában volt 1969 és 1979 között az Illinois National Bank and Trust Társaság. Ez alatt az időszak alatt Gene Abegg, az Illinois National elnöke, megtanította Buffettet, hogy egy megfelelően vezetett bank nemcsak a bevételeit képes növelni, hanem jókora sajáttőke-arányos nyereséget is elkönnyvelhet. Fontos, hogy Buffett azt is megtudta, hogy a bank értéke hosszú távon függ a vezetés tevékenységétől. A rossz menedzserek nem szabnak gátat a működési költségek növekedésének, miközben meggondolatlan kölcsönöket nyújtanak; a jó menedzserek mindig a költségek csökkentésének a módját keresik, és nagyon ritkán nyújtanak kockázatos hitelt.

Carl Reichardt, a Wells Fargo akkori elnöke, 1983 óta vezette a bankot, figyelemreméltó eredményekkel. Vezetése alatt mind a bevétel, mind a sajáttőke-arányos nyereség átlag fölötti ütemben növekedett, a működési költség hatékonysága pedig az egész országban a legmagasabbak közt volt. Emellett Reichardt szilárd hitelportfóliót épített ki.

„Egy bank részvényeinek birtoklása távolról sem kockázatmentes” – mondta Buffett.<sup>16</sup> A Wells Fargo esetében azonban a kockázat az ő elképzelése szerint három eshetőség köré szűköstült.

„A bankok Kaliforniában egy sajátos kockázatnak vannak kitéve; nevezetesen, hogy egy nagyobb földrengés tönkretesz a hitelezőket, ami a kölcsönt nyújtókat is magával rántja.

A második a szisztematikus kockázat, azaz egy olyan súlyos gazdasági visszaesés vagy pénzügyi pánik lehetősége, amely minden magas áttétellel működő hitelintézményt veszélyeztetne, függetlenül attól, milyen racionálisan vezetik.

A piacot ebben a pillanatban fenyegető legnagyobb veszély, hogy a túlzott építkezés miatt a nyugati parti ingatlanok értéke



lezuhan, és ennek következtében hatalmas veszteségek hárulnak a növekedést finanszírozó bankokra.”<sup>17</sup>

Buffett szerint – egyik lehetőséget sem lehet kizárni. Nyilvánvaló azonban, hogy egy földrengés vagy egy súlyos pénzügyi pánik valószínűsége alacsony. (Buffett nem szolgál számokkal, de az „alacsony” valószínűség valahol 10% alatt lehet.)

Ezek után a harmadik esetre összpontosított. Először azt indokolta meg, hogy egy jelentősebb ingatlanár-zuhanás nem okoz szükségszerűen nagyfokú problémákat egy olyan jól vezetett bank számára, mint amilyen a Wells Fargo. „Tekintsünk egy kis számítást” – magyarázza Buffett. „A Wells Fargo jelenleg 1 milliárd dollár adózás előtti nyereséget ér el, miután több mint 300 milliót tartalékol a rossz hitelek miatti veszteségekre. Ha a bank 48 milliárdos hitelállományának 10%-ával – nemcsak az ingatlanhitelekkel – valami gond lenne 1991-ben, és ebből kifolyólag átlagosan a kihelyezett tőke 30%-át kitevő veszteségek keletkeznének (beleértve az elvesztett kamatokat is), a cég eredménye nagyjából akkor jönne ki nullára.” Most vegyük fontolóra, hogy 10%-os veszteség a bank portfóliójában minden bizonnyal súlyos üzleti visszaesésnek számít, aminek Buffett „alacsony” valószínűséget tulajdonított. De még ha ez be is következne, a bank még mindig nem lenne veszteséges. Buffett tovább ment: „egy ilyen év – aminek a valószínűsége kicsi – nem tenné tönkre a bankunkat.”<sup>18</sup>

A Buffett által kidolgozott scenárió elemzése szerint a Wells Fargót érintő bármilyen tartós kár valószínűsége alacsony. A piac mégis 50 százalékkal alacsonyabbra árazta a Wells Fargo részvényeit. Buffett elképzelése szerint tehát 2:1-hez volt az esélye annak, hogy a bank papírjainak megvételével nyereségre lehet szert tenni, ha a veszteség bekövetkezésének a valószínűsége nem növekszik.

Bár Buffett nem rendel határozott értékeket a valószínűségeket tartalmazó állításaihoz, ez nem csökkenti gondolatmenete értékét. Ha valószínűségeket gondolkodunk, akár szubjektívek azok, akár nem, képessé válunk egy vételi lehetőség körülményeit világosan és értelmesen átgondolni. Az a mód, ahogy Buffett ésszerűen átvilágította a Wells Fargo-esetet, lehetővé tette számára, hogy cselekedjen és profitra tegyen szert, míg

mások sötétben tapogatóztak. „Ne feledjük – mondja Buffett –, ha úgy véljük, hogy a valószínűségekkel súlyozott nyereségünk számottevően meghaladja a hasonlóan súlyozott módszerrel számított veszteségünket, akkor esetleg tudatosan egy kockázatos befektetést vásárlunk.”<sup>19</sup>

A Coca-Cola egy másik történet. Ha a Wells Fargo bank esete rávilágított, hogyan elemzi Buffett az egymással összefüggő lehetőségeket, és hogyan rendel mindegyik kimenetelhez különböző valószínűségeket, akkor a Coca-Colánál láthatjuk, mit tesz, ha a valószínűségeket gyakorlatilag holtbiztosnak tekinti. Buffett egyik vezérelve alapján cselekedett: akkor kell nagy összeget befektetni, ha magas a siker valószínűsége.

Buffett nem vezet végig bennünket a Coca-Cola megvételének bayesi elemzésén. Mindamellet többször elmondta, hogy a Coca-Cola a majdnem biztos siker esetét képviseli. A több mint száz évre visszatekintő befektetési teljesítményre vonatkozó adatokkal a Coca-Cola elég közel jár a gyakorisági eloszlással elemezhető sokasághoz. Ezentúl a bayesi eljárás használatával, amely a posteriori információkat is felhasználja, Buffett tisztán láthatta a hozzáadott értéket, amely a Roberto Goizueta alatti vezetésből adódott. Mivel Goizueta eladta a gyengén teljesítő üzletágakat, és az ebből származó bevételeket a jól menő szirupüzletágba fektette, Buffett tudta, hogy a Coca-Cola pénzügyi eredménye javulni fog. Ráadásul Goizueta visszavásárolta a Coca-Cola-részvényeket a piacról, tovább növelve ezzel a cég értékét.

1988-tól kezdődően Buffett láthatta, hogy a piac a belső értékénél körülbelül 50-70 százalékkal alacsonyabbra árazta Coca-Colát. Ugyanakkor a vállalatba vetett hite nem változott: annak valószínűsége, hogy a Coca-Cola részvényárfolyama felülmúlja a piaci átlaghozamot, egyre nőtt. Mit tett tehát Buffett? A Berkshire Hathaway 1988 és 1989 közt egymilliárd dollár értékben vásárolt Coca-Cola-részvényeket, ami 30 százalékat jelentette a Berkshire teljes értékének. 1998 végére ez a befektetés több mint 13 milliárd dollárt ért.



## A KELLY-FÉLE OPTIMALIZÁCIÓS MODELL

Akárhányszor lépjük át egy kaszinó küszöbét, elég kicsi a valószínűsége annak, hogy nyertesként jövünk ki onnan. Nem meglepő; mindannyian tudjuk, hogy a kaszinónak vannak a jobb esélyei. De van egy játék, amelyet ha megfelelően játszunk, igazi esélyünk van a nyeresre – ez pedig a huszonegy (blackjack). A *Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game of Twenty-One* című, világszerte közönségsikert aratott könyvében, Edward O. Throp, egy matematikus, felvázolt egy eljárást, amellyel túl lehet járni a kaszinó eszén.<sup>20</sup>

Throp stratégiája egyszerű elképzelésen alapult. Mikor a pakliban sok a tízes, a figura és az ász, a játékosnak – mondjuk önnök – statisztikai előnye van az osztóhoz képest. Ha a magas lapokhoz  $-1$ -et, az alacsony lapokhoz  $+1$ -et rendelünk, könnyen nyomon követhetjük a leosztott lapokat; mindössze folyamatosan fejben kell tartanunk egy értéket, mindig hozzáadva, illetve levonva egyet, mikor feltűnik egy újabb lap. Ha a szám pozitívrá fordul, tudjuk, hogy magasabb lapok jönnek. Egy agyafúrt játékos arra a pillanatra tartogatja a nagy tétjeit, amikor a fejében viszonylag nagy értéket mutat a „számláló”.

Throp könyve mélyén elrejtett egy megjegyzést, amely a Kelly-féle fogadási modellre utalt.<sup>21</sup> Kelly viszont Claude Shannontól, az információelmélet atyjától kapta az ötletet.

Shannon, aki az 1940-es években a Bell Laboratories matematikusa volt, pályafutásának jó részét azzal töltötte, hogy a véletlen molekuláris zajok zavaró hatását kiszűrve, megtalálja a rézkábelben történő információátvitel legmegfelelőbb módját. 1948-ban *A Mathematical Theory of Communication* című cikkében írta le felfedezéseit.<sup>22</sup> Ebben az írásban található az a matematikai képlet, amely a siker valószínűségének figyelembevételével meghatározza a rézkábelben továbbítható információ optimális mennyiségét.

Néhány évvel később J. L. Kelly, egy másik matematikus, a cikket olvasva rájött arra, hogy a képlet a szerencsejátékok esetében is könnyen alkalmazható – egy másik emberi törekvés, amelyet a siker valószínűségének ismerete mozgatott. 1956-ban

Kelly írt egy cikket *A New Interpretation of Information Rate* címmel, amelyben rámutatott arra, hogy Shannon különböző továbbítási arányai és egy bizonytalan esemény lehetséges kimenetelei szükségképpen megegyeznek – mindkettő valószínűség –, és ugyanazt a képletet lehet alkalmazni az optimalizálás során.<sup>23</sup>

A gyakran optimális növekedési stratégiának hívott Kelly-féle optimalizációs modell azon az elven alapszik, hogy ha ismerjük a siker valószínűségét, akkor a vagyonunk akkora hányadát kockáztassuk, amely maximalizálja a növekedést. Ezt az alábbi képlet fejezi ki:

$$2p - 1 = x,$$

ahol a valószínűség kétszerese mínusz egy, egyenlő a vagyonunk azon hányadával, amit érdemes kockáztatnunk. Ha például 55% a nyerési esélyünk, vagyonunk 10%-át kell befektetni, hogy a nyereményeink maximális ütemben növekedjenek. Ha a valószínűség 70%, a befektetési hányad 40%. S ha biztosan tudnánk, hogy nyerünk, akkor a modell szerint az egész vagyonunkat fel kell tennünk.

A Kelly-képlet két feltétel teljesülése esetén optimális: 1. minimális idő alatt elérjük a nyereséget, és 2. a vagyon növekedésének üteme maximális. Vegyünk például két huszonegyet játszó játékost, mindkettőnek 1000 dollárja van, amivel 24 órán keresztül játszhat. Az első játékos tétjeit 1 dollárra korlátozták, a második játékos a lapoktól függően választhatja meg a tétet. Ha a második játékos a Kelly-módszert követve a nyeres valószínűségének megfelelő arányt teszi fel a vagyonából minden egyes leosztás alkalmával, akkor a huszonnégy óra leforgása alatt minden bizonnyal sokkal többet fog nyerni, mint a másik játékos.

Természetesen a tőzsde sokkal bonyolultabb, mint a huszonegy. A játékban véges számú kártya van, vagyis a lehetséges kimenetek száma is korlátozott. A piacon, a több száz részvény és a több millió befektető miatt szinte végtelen számú kimenetel lehetséges. A Kelly-módszer használata folyamatos újraszámításokat és -igazításokat igényel a befektetési folyamat során. Az alapelv azonban – a befektetés mérete és a valószínű-



ségek közti matematikai kapcsolat – fontos üzenetet hordoz a fókuszált stratégiát alkalmazó befektető számára.

Tekintsük ismét a két szerencsejátékost és a rendelkezésükre álló huszonnégy órát, de képzeljük azt, hogy kártyázás helyett most a tőzsdén fektetnek be. Az egyes számú befektető minden eseményre mindössze portfóliója 1%-át fektetheti be; a másik szabadon változtathatja a befektetést attól függően, hogy miképp ítéli meg a siker valószínűségét. Melyik befektetőnek nagyobb az esélye arra, hogy optimális ütemben növelje tőkéjét a kereskedés időszaka alatt? Annak, aki tudja, hogy nem minden részvény egyenlően súlyozott lehetőség, de minden eseményre 1%-ot tesz, vagy a fókuszált stratégiát alkalmazó befektetőnek, aki megvárja a nagy valószínűségű eseményt, és arra teszi a nagy tétet?

Nincs bizonyítékunk arra, hogy Buffett a Berkshire tőkéjének allokálásakor a Kelly-módszert használja. De a Kelly-elv egy ésszerű eljárás, és számomra pontosan összhangban van Buffett gondolkodásával. Buffett azt tanácsolja a befektetőknek, hogy várjanak a nagy lehetőség eljöttére, és akkor legyenek készek nagy összegek befektetésére. Mindenesetre hasznosnak találtam a Kelly-modellt mint matematikai magyarázatot a portfólió-allokáció folyamatának jobb megértéséhez.

Azt hiszem, a Kelly-modell vonzó eszköz a fókusz-stratégiát használó befektető számára. Csak azok részesülhetnek azonban az előnyeiből, akik felelősségteljesen használják. Vannak veszélyei is a Kelly-módszer alkalmazásának, és okosan tesszük, ha megismerjük annak három korlátját.

Először is, mindenkinek, aki befektetést eszközöl, akár használja a Kelly-módszert, akár nem, hosszú távra kell tekintenie. Még ha egy huszonegyet játszó személy hibátlan modellel rendelkezik is, amellyel képes „megkoptasztani” a bankot, akkor sem biztos, hogy ez az első néhány leosztásnál rögtön sikerül. Ugyanez igaz a befektetésre. Sokszor előfordult, hogy a befektető látta, hogy a megfelelő vállalatot választotta, csak hogy a piac csak jóval később jutalmazta meg ezt a választást.

Másodszor, legyünk nagyon óvatosak a tőke-áttételek használatával. Mind Warren Buffett, mind Ben Graham óva int minket attól, hogy hitelből finanszírozzuk a tőzsdei befekteté-

sünket (értékpapír-hitelszámla használatával). A váratlan fizetési felhívás a játék legszerencsétlenebb pillanatában érhet minket. Ha egy értékpapír-hitelszámlával finanszírozva használjuk a Kelly-modellt, a tőzsde visszaesése arra kényszeríthet minket, hogy likvidáljuk a nagy valószínűséggel nyerő befektetéseinket.

Harmadsorban, a nagy valószínűségű játék legnagyobb veszélye a túllicitálás. Ha úgy ítéljük meg egy eseménnyel kapcsolatban, hogy a siker valószínűsége 70%, miközben valójában csak 55%, akkor a szerencsejátékosok „csődjét” kockáztatjuk. Azt a kockázatot úgy minimalizálhatjuk, ha a részleges Kelly- vagy fél Kelly-modellt használva, alullicitálunk. Ez növeli tétjeink biztonságát, és igazi pszichológiai kényelmet nyújt. Ha például a Kelly-modell alapján tőkénk 10%-át kell feltennünk (ami azt jelzi, hogy 55%-os a siker valószínűsége), ehelyett úgy dönthetünk, hogy csak 5%-ot teszünk fel – ez a fél Kelly. A részleges Kelly biztonsági árkülönbözötet nyújt a portfóliókezelésben; ez az egyes részvények kiválasztásának biztonsági árkülönbözötetével együtt kettős védelemként szolgál.

Mivel a túllicitálás kockázata sokkal többet nyom a latban, mint az alullicitálásból származó hátrányok, a befektetők – különösképpen azok, akik csak most kezdik a fókuszált stratégia alkalmazását – jobban teszik, ha részleges Kelly-téteket használnak. Sajnos a tétek minimalizálása a potenciális nyereséget is csökkenti. De mivel a Kelly-modellben a kapcsolat négyzetes, az alullicitálásból származó büntetés nem súlyos. A fél Kelly, amely a tét összegét 50%-kal csökkenti, a potenciális növekedés ütemét mindössze 25%-kal.

Azt hiszem, nem árt az eddigieket összefoglalni:

1. A Kelly-modellből származó előnyök kihasználása érdekében először is el kell fogadnunk, hogy a részvényvásárlás kapcsán valószínűségi fogalmakat használjunk.
2. Hajlandónak kell lennünk a jutalom érdekében olyan sokáig (ki)tartani, amíg csak szükséges.
3. Óvakodnunk kell a tőkeáttételtől és szerencsétlen következményeitől.
4. Minden befektetésre biztonsági árkülönbözötet kell képezni.



„A Kelly-rendszer azoknak való, akik egyszerűen gyarapítani akarják a tőkéjüket, hogy idővel jelentős mértékben növekedjen” – mondja Ed Throp. „Ha sok időnk és türelmünk van, ez a megfelelő függvény számunkra.”<sup>24</sup>

## A BIZTOSÍTÁS OLYAN, MINT A BEFEKTETÉS

„A biztosítás sokban hasonlít a befektetéshez” – magyarázza Buffett. „Ha úgy érezzük, hogy minden nap új befektetést kell csinálnunk, akkor sok hibát fogunk elkövetni.” Ahhoz, hogy a befektetésben vagy a biztosításkötésben sikereket érjünk el, „meg kell várnunk a nagy lehetőséget”.<sup>25</sup>

Warren Buffett 1967 óta foglalkozik a biztosítással. Abban az évben vette meg a Berkshire Hathaway a National Indemnity társaságot. Buffett azóta számos más biztosítót is megszerzett, ideértve a GEICO-t és a General Re Corporationt. A GEICO közvetlen gépjármű-biztosításokat köt. Mivel a vállalat az ügynökök kikerülésével, közvetlenül az ügyfeleknek értékesíti a biztosítást, alacsony költségek mellett nyújtja azt, és közel áll ahhoz, hogy egy nagy részesedést szerezzen a 100 milliárdos jármű-biztosítási piacból. Az 1998 végén 16 milliárd dollár értékű, cégek összeolvadásával létrejövő General Re a világ legnagyobb szuperkatasztrófa-visszontbiztosítójává tette a Berkshire Hathaway-t.

A szuperkatasztrófa-biztosítási kötvényeket az elsődleges biztosítók veszik, akik szeretnék megvédeni magukat természeti katasztrófák, főleg hurrikán és földrengés okozta veszteségtől. Az elsődleges biztosítók rendszerint egy bizonyos szintig elviselik az egyszerű katasztrófából eredő károkat, a tűréshatárt meghaladó veszteségek ellen pedig viszontbiztosítják magukat egy másik társasággal. A Berkshire Hathaway nemcsak elsődleges biztosítóknak nyújt szuperkatasztrófa-biztosítást, hanem más viszontbiztosító cégeknek is, akik szeretnék biztosítani magukat a legrosszabb eshetőség ellen.

A szuperkatasztrófa-biztosítás árazása bonyolult, mivel pontos adatok és gyakorisági megoszlások nem állnak rendelkezésre. (A járműbiztosítással ellentétben, ahol alkalmazható a nagy számok törvénye, a földrengések és a hurrikánok nem fordulnak elő elég gyakran ahhoz, hogy megbízható statisztikát készítsenek.) „A katasztrófabiztosítók nem tudnak egyszerűen a múltbeli tapasztalataik alapján statisztikai következtetéseket levonni a jövőbeli események valószínűségére nézve” – mondja Buffett. „Ha például tényleg létezik a »globális felmelegedés«, akkor a esélyek megváltoznak, hiszen a légköri viszonyok kicsiny változása jelentős mértékben befolyásolhatja az időjárás jellegét.” Majd folytatja: „Az USA partvidéki területein, azaz a hurrikánok, vagyis az első számú szuperkatasztrófa-okozók által a leginkább veszélyeztetett területeken, az elmúlt időszakban gomba módra szaporodott a népesség, és emelkedett a biztosított érték. Egy hurrikán a 20 évvel ezelőtti értékhez képest, most könnyedén tízszer akkora kárt okozhatna.”<sup>26</sup>

Mivel nehéz megjósolni egy hurrikán vagy egy földrengés bekövetkezésének időpontját, azt hihetnénk, hogy ezeknek az eseményeknek a valószínűségét teljes mértékben lehetetlen megbecsülni. „Nem egészen” – mondja Buffett. „Még ha nem is lehet tökéletesen felbecsülni ezeket a veszélyeket, a biztosítók akkor is értelmes módon biztosíthatják ellenük ügyfeleiket. Végül is nem szükséges tudni valakinek a pontos életkorát ahhoz, hogy eldönthessük, elég idős-e, hogy szavazhasson, sem valakinek a pontos súlyát, hogy felismerjük, diétáznia kellene” – magyarázza Buffett.<sup>27</sup> Ez nem a tökéletesség tudománya. Ez a fajta bizonytalanság néhány embert aggodalommal tölt el, de nem Buffettet. „Amit biztosan állíthatok – mondja Buffett –, hogy a világon a legalkalmasabb ember vezeti a szuperkatasztrófa-üzletünket: Ajit Jain, aki hihetetlenül értékes ember a Berkshire Hathaway számára.”<sup>28</sup>

Ajit a Berkshire szuperkatasztrófa-üzletének kifejlesztője és „zseniális” vezetője. Az Indiában született és a Harvard Business Schoolon tanult Ajit az IBM-nél és a McKinsey Consultingnél is dolgozott, mielőtt a Berkshire Hathaway National Indemnity céghez csatlakozott. Ajit volt az, aki előre látta a nagy szuperkatasztrófa-kötvények iránti növekvő keres-



letet, és aki felismerte, hogy a Berkshire pénzügyi ereje versenyelőnyt jelenthet.

Buffett-hoz hasonlóan Ajit is teljes mértékben tisztában van azzal, hogy a valószínűség szubjektív interpretációjához milyen szakértelem szükséges. „A szuperkatasztrófa-üzletben az a helyzet, hogy nincsenek sokatmondó, elemzésre alkalmas adatok. Amit teszünk az az, hogy megnézzük a történelmi adatokat, és ez alapján különböző elképzeléseket vázolunk fel. Nagyon szubjektív tudomány.”<sup>29</sup>

A szuperkatasztrófa-biztosítási üzlet tökéletes példa arra, amikor ritka, de nagyon súlyos eseményekről van szó. Csakúgy, mint a fókuszált stratégiájú befektetés. Emlékezzünk vissza, a fókuszmodszert alkalmazó befektető kevés értékpapírba fektet, de mindig nagy valószínűségű helyzetekben. Így a megfelelően kezelt fókuszportfólió ritkán szenved veszteséget, de ha mégis, akkor az jelentős. A portfóliót a szokásosnál nagyobb negatív hatás éri.

Egy alkalommal megkérdeztem Charlie Mungert a szuperkatasztrófa-biztosítás és a fókuszált befektetés közti hasonlóságról. Elmosolyodott, és azt mondta: „A gondolkodás ugyanaz.”<sup>30</sup> Ha ez így van, akkor a szuperkatasztrófa-biztosítás története alapján fogalmat alkothatunk arról, mire számíthat egy fókuszstratégiát alkalmazó befektető. „A biztosítási ágak közül természeténél fogva a »szuperkat«-üzlet szenved el a legnagyobb ingadozásokat” – mondja Buffett. „Mivel az igazán komoly katasztrófák ritkán fordulnak elő, a »szuperkat«-üzletünk a legtöbb évben várhatóan nagy profitot fog felmutatni – és alkalmanként hatalmas veszteséget. Amit azonban meg kell értenünk, hogy a »szuperkat«-üzletben felmerülő igazán nagy veszteség nem lehetőség – bizonyosság. Az egyetlen kérdés, hogy mikor fog bekövetkezni.”<sup>31</sup>

A legtöbb évben nagy profitok, esetenként hatalmas veszteségek és egy bizonyos ponton egy igazán szörnyű év – ez az állítás ugyanúgy ráillik a fókuszált befektetési stílusra, mint a szuperkatasztrófa-biztosításra. (Gondoljunk vissza a fókuszstratégiát használó befektetőink teljesítményeire a negyedik fejezetben: Keynesre, Mungerre, Ruane-ra, Simpsonra.) Ilyen potenciális veszteségek mellett miért támogatja Buffett a „szuperkat”

biztosítási üzletet? Ugyanabból az okból, amiért elsajátította a fókuszált megközelítést.

„Időről időre nagy veszteségek lehetőségével kell szembesülnünk” – fejti ki Buffett. „Charlie és én készek vagyunk elfogadni a viszonylag nagyobb ingadozást mutató eredményeket a jobb hosszú távú nyereségek fejében. Mivel a menedzserek a zökkenőmentesség mellett teszik le a voksukat, a versenyelőnyünk megmarad, amit megpróbálunk maximalizálni. Más szavakkal, inkább a rázós 15 százalékot választjuk, mint a zökkenőmentes 12-t.”<sup>32</sup>

## A KULCSKÉRDÉS: AZ ESÉLY

„A modell, amit kedvelek – amely bizonyos értelemben leegyszerűsíti, ami a tőzsdén folyik – a lóversenyen alkalmazott, a »nyertes mindent visz« rendszere” – fejtegette Charlie egy USC előadáson az OID-ban. „Gondoljunk csak bele, ez a rendszer egy piac. Mindenki odamegy és fogad, és az esélyek a tétek alapján változnak. Ez történik a tőzsdén is.”<sup>33</sup>

Charlie megpróbálja kifejtetni a kérdést ezt a gondolatmenetet követve.

„A bolond is látja, hogy egy könnyű súlyt cipelő, jó formában lévő, csodálatos nyerési aránnyal rendelkező lónál sokkal nagyobb a nyeresé valószínűsége, mint egy másiknál, amelynek szörnyű eredményei vannak, súlyfelesleget cipel és így tovább. De ha megnézzük az esélyeket, a gebe 100:1-hez arányban fizet, míg a jó ló csak 3:2-höz. Nem egyértelmű tehát, hogy statisztikailag melyikre érdemes fogadni. A fogadási árfolyamok úgy alakulnak, hogy nagyon nehéz nyerni ebben a rendszerben.”<sup>34</sup>

Charlie lóversenyese hasonlata tökéletes a befektetők számára. Ők azok, akiket túl gyakran elcsábít egy kétes nagymenő, amely hatalmas nyereményt fizetne, de valamely oknál fogva sohasem nyer. Vagy néha a befektetők a teljesen biztos választják anélkül, hogy figyelembe vennék a kifizetéseket. Számonra úgy tűnik, a lóverseny vagy a tőzsde megértéséhez veze-



tő legértelmesebb megközelítés, ha hátradőlünk és várunk, amíg egy jó ló indul vonzó esélyekkel.

Andrew Beyer, a *Washington Post* rovatvezetője számos könyvet írt a lóversenyekről. Sok évet töltött azzal, hogy megfigyelte, miként fogadnak a lóversenyre járók, és nagyon is sok embert látott, aki a szenvedélye miatt veszítette el a pénzét. A pályán, ugyanúgy mint máshol, a kaszinó-mentalitás – amikor valaki nem tudja türtőztetni magát, hogy ne tegye le a pénzt, hogy ne dobjon a kockával, hogy ne rántsa meg a félkarút, hogy ne csináljon *valamit* – arra kényszeríti az embereket, hogy eszetlen módon fogadjanak anélkül, hogy rászánnák az időt, és átgondolnák, mit is tesznek.

Beyer megérti azt a pszichológiai nyomást, ami arra kényszeríti az embereket, hogy játsszanak, és tanácsa szerint, ezen úgy lehet javítani, ha szétválasztjuk az átlagos fogadásokat és a kiemelten jó fogadásokat. A kiemelt fogadások komoly játékra vannak fenntartva, amikor két feltétel teljesül: 1. eléggé bizonyosak vagyunk abban, hogy a ló képes nyerni, és 2. a kifizetési esélyek magasabbak, mint amekkorának lenniük kellene. A kiemelt fogadások komoly összegű befektetéseket követelnek. Az átlagos fogadások, mint az elnevezésből következik, a tippek, a sejtések és a megérzések megvalósítására vannak fenntartva, hogy kielégítsék játékgényünket. Itt kisebb összegeket kockáztassunk, és soha ne tegyük fel a játék céljára elkülönített tőkénk nagyobb részét.

Mikor egy „loviss” számára kezd elmosódni a határvonal a kiemelt és az átlagos fogadások közt – mondja Beyer –, akkor „olyan lépést tesz, amely visszafordíthatatlanul az erős és a gyenge választások közti megfelelő egyensúly hiányában történő fogadásokhoz vezet”.<sup>35</sup>

## EGY ÚJ GONDOLKODÁSMÓD

Ha a matematika és a valószínűség-számítás befektetési döntésekre való alkalmazásának az ötlete az Ön számára félelmetesnek tűnik, ezzel nincs egyedül. Mint Charlie Munger egyszer

megjegyezte, a legtöbb ember „teljesen mafla, ha közönséges valószínűségekkel vagy számokkal foglalkozik”.<sup>36</sup> Megéri az erőfeszítést? Nem kétséges.

Talán hasznos lesz, ha egy pillanatra visszalépünk, és nagy vonalakban áttekintjük, mit tanultunk ebben a fejezetben.

Warren Buffett portfóliókezelési megközelítését vizsgálva, elsőként azt vesszük észre, hogy hisz a magas valószínűségű eseményekre befektetett nagy összegekben. Ez elvezet bennünket az első kérdéshez: mi a valószínűség, és hogyan határozzuk meg?

### Valószínűség-számítás

Ha a vizsgálatunk tárgyát képező körülmények olyanok, hogy mindössze néhány lehetséges kimenetel fordulhat elő, akkor a valószínűség kiszámítása egyszerű algebrai feladat. Egy kockának csak hat lapja van, tehát bármelyikre 1:6 valószínűséggel esik.

Ha a lehetséges kimenetek száma korlátlan, és visszatekintve nagyszámú hasonló esetet találunk, akkor a gyakorisági eloszlás alapján következtethetünk a valószínűségre. Így jóslják meg a hosszú távú időjárási jellemzőket és a gépjárműbiztosítással foglalkozó cégek így állapítják meg a különböző vezetőcsoportok számára a díjakat.

Ha a kimenetek száma korlátlan, de a gyakorisági megoszlás készítéséhez nem áll rendelkezésre elegendő ismétlődés, akkor a lehető legtöbb információ összegyűjtésével és gondos elemzésével szubjektív interpretációhoz kell folyamodnunk. Ebben az esetben a valószínűség meghatározása az elemzés megbízhatóságával függ össze.

E variációk bármelyikét használva megkapjuk, hogy a szóban forgó esemény milyen valószínűséggel fog bekövetkezni, százalékban kifejezve, például 50 százalék vagy 70 százalék.

Ez az időben elérhető információk alapján a valószínűségre vonatkozó legjobb becslésünk. De mi történik, ha újabb információ válik elérhetővé?



### A számítások módosítása az új információ hasznosítása érdekében

Tegyük fel, hogy új információ jelenik meg, és a helyzetnek a különböző körülményektől függően egynél több kimenetele lehetséges. Ekkor egy döntési fával szembesülünk: Ha  $X$  eset következik be, akkor a siker valószínűsége 55 százalék, de ha  $Y$ , akkor a valószínűség 70 százalékra változik.

Ez az úgynevezett bayesi elemzés. A megoldás bonyolultabb, mivel számos variáció van, de az eljárás ugyanaz: vesszük az egyes lehetőségeket, minden adatot begyűjtünk, amit tudunk, és a lehető legalaposabban átgondoljuk. Ezek után minden lehetséges kimenetelre van egy számított valószínűségünk. Valóban nem árt, ha jól számolunk, de nem szükséges őstehetségnek lennünk.

Most annyira, amennyire lehetséges, ismerjük a valószínűséget, készen állunk a következő kérdésre: mekkora összeget kockáztassunk? Mi számít nagynak?

### A tét méretének meghatározása

A Kelly-féle optimalizációs képlet megmondja, hogy a teljes összeg hány százalékát kockáztassuk. Ha a szituáció bonyolult és változékony, mint a tőzsde, előfordulhat, hogy nem ragaszkodhatunk a képlethez, hanem engedményeket kell tennünk a folyamatosan változó erőknél. Az alapelv mindig ugyanaz: ahogyan növekszik a valószínűség, úgy kell növekednie a befektetett összegnek.

Két jelentős tényező, a valószínűség és a befektetés mérete tehát már megvan. Egy kérdés maradt: mikor cselekedjünk? Addig nem, amíg az esélyek nem nekünk kedveznek.

### Esélylatolgatás

Minden futamnak megvan a legvalószínűbb befutója, amelyiknek legnagyobb esélye van a nyeresésre, de nem biztos, hogy ér-

demes rá fogadni; ha az esély csak 3:2-höz; az elérhető nyereség nem kifejezetten csábító. De ha az információink arra vezetnek bennünket, hogy egy másik ló szintén nagy valószínűséggel nyerhet, akkor az esélyek sokkal kedvezőbbek, és ekkor kockáztatunk nagy összeget.

## A VALÓSZÍNŰSÉG-SZÁMÍTÁS ÉS A PIAC

Most távolodjunk el a lóversenypályától és az elmélettől, és helyezzük mindezt a tőzsde valóságába. A gondolatmenet ugyanaz.

1. *A valószínűség-számítás.* Fókusz-stratégiát követő befektetőként korlátozott számú részvényre szorítkozunk, mert tudjuk, hogy hosszú távon így van a legjobb esélyünk ez egész piac legyőzésére. Amikor tehát egy új részvény megvételét fontolgatjuk, a célunk az, hogy a választásunk felülmúlja a piaci átlagot. Ezzel a valószínűséggel foglalkozunk: mi az esélye, hogy az adott részvény idővel a piacinál magasabb hozamot ér el?

Ha lehetséges, gyakoriságok, ha nem, akkor szubjektív interpretáció használatával elkészítjük a legjobb becslésünket. Azt vizsgáljuk, hogy a szóban forgó vállalat mennyire felel meg a Warren Buffett-módszer elveinek (lásd az 1. fejezetben, 17. o.). Minél alaposabban gyűjtsük össze a vállalattal kapcsolatban elérhető információkat, és a fenti elvek szerint értékeljük azokat, elemzésünk eredményét egyetlen számba tömörítve. Ez a szám azt fejezi ki, mennyire nyilvánvaló, hogy ez egy nyertes vállalat.

2. *Új információk felhasználása.* Tudatában annak, hogy ki kell várnunk, míg az esélyek kedvezővé válnak, lelkiismeretesen kísérjük figyelemmel, bármit tesz is a vállalat. Kezd a menedzsment felelőtlenül viselkedni? Kezdenek megváltozni a pénzügyi döntések? Történt valami, ami módosítja a versenyhelyzetet? Ha igen, akkor minden bizonnyal a valószínűségek is megváltoznak.

3. *Annak eldöntése, hogy mennyit fektessünk be.* Az összes, a piacon befektetni kívánt tőkénk mekkora részét áldozzuk konk-



rétan erre a vételre? Induljunk ki a Kelly-képletből, majd módosítsuk lefelé, esetleg az eredeti érték felére.

4. *Várjunk a legnagyobb esélyű eseményre.* A siker esélye akkor kedvező, ha biztonsági árkülönbözetet realizálunk; minél bizonytalanabb a helyzet, annál nagyobb árkülönbözet szükséges. A tőzsdén ezt a biztonsági árkülönbözetet az alacsonyabb árfolyam biztosítja. Ha az általunk kedvelt vállalatot a belső értékénél alacsonyabb áron kínálják (amit a valószínűségek elemzésének során határoztunk meg), ez azt jelenti, hogy cselekednünk kell.

Bizonyára nyilvánvaló, hogy az imént felsorolt pontok egy ciklikus folyamatot alkotnak. A körülmények változásával a valószínűségek is módosulnak; az új valószínűségek mellett új biztonsági árkülönbözetet igényelhetünk, tehát azt is módosítani kell, hogy mit tekintünk a legjobb esélynek. Ha mindez túlságosan nehéznek tűnik, gondoljunk arra a több száz apró döntésre, amit autóvezetés közben kell meghoznunk, cselekedeteinket folytonosan az adott helyzethez igazítva. Sokkal több forog kockán – a saját biztonságunk és másoké –, mégis szinte tudatos gondolkodás nélkül visszük véghez ezeket a változtatásokat. Ehhez képest néhány vállalattal lépést tartani viszonylag könnyű. Egyszerűen gyakorlat kérdése.

„Az emberi lényeknek nem adatott meg olyan képesség, hogy mindig mindenről mindent tudjanak” – mondja Charlie. „De az megadatott azoknak, akik keményen dolgoznak érte – akik félreárazott termékek után kutatva vizsgálják a világot –, hogy alkalomadtán találjanak egyet. Nagy összeget fektetnek be, ha kedvező az esély. Egyébként pedig nem fogadnak. Ilyen egyszerű az egész.”<sup>37</sup>

## A SZÁMOK BÚVÖLETÉBEN

A világ tele van olyan emberekkel, akik imádják a számokat, akik olyan hódolattal tekintenek a tiszta matematikára, mint mások a klasszikus zenére vagy a gyönyörűen faragott antik

bútorokra. Számukra valószínűség-számításról beszélni, maga az élvezet.

A matematika mindenki másnak csak az élet velejárója vagy jobb megértését szolgáló eszköz. És mint minden eszökhöz, az ebben a fejezetben tárgyalt matematikához is hozzá kell szokni. Minél többet gyakoroljuk, azáltal hogy használjuk, annál könnyebbé válik.

„Ezt az elemi matematikát használható módon kell elsajátítanunk, és rutinszerűen kell alkalmaznunk életünk folyamán” – mondja Charlie. „Ha nem vesszük fel ezt az elemi, enyhén mesterkelt, a valószínűség-számításhoz szükséges matematikát a repertoárunkba, akkor egész életünkben olyanok leszünk, mint egy féllábú ember egy fenékkerűgő-versenyen. Hatalmas előnyt adunk másoknak.”<sup>38</sup>

Nem kétséges, hogy Buffett sikere szorosan kötődik a számokhoz. „Egy olyan cimbora előnye, mint amilyen Buffett is, akinek évekig dolgoztam – vallja be Charlie – az, hogy automatikusan a döntési fák, a permutációk és a kombinációk elemi matematikájának fogalmaiban gondolkodik.”<sup>39</sup> A legtöbb ember ezzel nem így van. A befektetők nagy része nem tűnik pszichológiailag hajlamosnak arra, hogy egymással párhuzamos szcenáriókban gondolkodjék. Van egy tendencia arra, hogy kategorikus döntéseket hozunk, miközben a valószínűséget figyelmet kívül hagyjuk.

Valószínűségeket használva gondolkodni nem lehetetlen, egyszerűen másképp kell nekigyürkőznünk a problémának. Továbbá, ha a feltevéseink nem statisztikai valószínűségeken alapulnak, könnyen lehet, hogy érzelmeink vezérelnek befektetési döntéseinkben. Mint a következő fejezetben látni fogjuk, az érzelmeink, különösen a pénz kiváltotta érzelmeink, rossz irányba vezethetnek bennünket.

De ha képesek vagyunk megtanítani magunkat valószínűségeket használva gondolkodni, akkor jó úton vagyunk ahhoz, hogy a saját leckénkből húzzunk hasznot. A piac ritkán árazza a Coca-Colát vagy egy más kitűnő céget lényegesen a belső értéke alá. De ha ez előfordul, akkor pénzügyileg és pszichológiailag felkészültnek kell lennünk a nagy összegű befektetésre. Közben nem árt, ha folyamatosan tanulmányozzuk a részvényeket mint



vállalkozásokat, azzal a gondolattal, hogy egy nap a piac egy jó befektetésre sarkalló esélyt kínálhat fel. „Fontolóra véve, mit jelent tökéletesen biztosra menni – mondja Buffett – Charlie és én felismertük, hogy soha nem tudnánk ilyeneket találni a »blue chip« részvények között, így a tökéletes biztonság helyett megelégszünk a majdnem biztos profitú portfólióelemekbe történő befektetéssel.”<sup>40</sup>

### Jegyzet

Mottó: *Outstanding Investor Digest* 1994. június 23., 19. old.

- 1 Egy kitűnő könyv Warren Buffett életéről, *Roger Lowenstein: Buffett: The Making of an American Capitalist.* (New York: Random House, 1995.).
- 2 *Alexander Alger: Buffett on Bridge. Forbes*, 1997. június 2., 206-207. o.
- 3 *Andrew Kilpatrick: Of Permanent Value: the Story of Warren Buffett.* 533. o. A Chris Stavrou és Warren Buffett találkozásáról szóló idézeteket innen vettem. (Birmingham, AL: AKPE Publisher, 1998.).
- 4 *Outstanding Investor Digest*, 1995 május 5. 49. o.
- 5 *Peter L. Bernstein: Against the Gods.* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1996.). 63. o. (Magyarul: Szembeszállni az istenekkel. Panem, Budapest, 1998.)
- 6 Uo.
- 7 Uo.
- 8 *Outstanding Investor Digest*, 1995. május 5., 49. old
- 9 *Robert L. Winkler: An Introduction to Bayesian Inference and Decision.* (New York: Holt, Rinehart and Winston, 1927.), 17. o.
- 10 *Kilpatrick: Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett.* 800. o.
- 11 *Outstanding Investor Digest*, 1990, április 18., 16. o.
- 12 Uo.
- 13 Uo.
- 14 *Outstanding Investor Digest*, 1994. június 23., 19. o.
- 15 *Robert G. Hagstrom Jr.: The Warren Buffett Way.* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994.).
- 16 Berkshire Hathaway Annual Report, 1990. 16. o.
- 17 Uo.
- 18 Berkshire Hathaway Annual Report, 1993. 16. o.
- 19 Berkshire Hathaway Annual Report, 1993. 15. o.
- 20 *Edward O. Thorp: Beat the Dealer: A Winning Strategy for the Game of Twenty-One.* (New York: Vintage Books, 1962.).
- 21 Hálás vagyok William H. Miller III-nak, hogy rámutatott a J. L. Kelly növekedési modellre.
- 22 *C. E. Shannon: A Mathematical Theory of Communication. The Bell System Technical Journal*, 27. évfolyam, 3. szám, 1948. július.

- 23 *J. L. Kelly Jr.: A New Interpretation of Information Rate. The Bell System Technical Journal*, 35. évfolyam, 3. szám, 1956. július.
- 24 Ed Thorp személyes közlése alapján, 1998. november 25.
- 25 *Outstanding Investor Digest*, 1996. augusztus 8., 23. old
- 26 Berkshire Hathaway Annual Report, 1992. 11. o.
- 27 Berkshire Hathaway Annual Report, 1996. 9. o.
- 28 Uo.
- 29 Ajit Jain személyes közlése alapján, 1998. december 15.
- 30 Charlie Munger személyes közlése alapján, 1997. május.
- 31 Berkshire Hathaway Annual Report, 1997. 8. o.
- 32 Berkshire Hathaway Annual Report, 1995. 13. o.
- 33 *Outstanding Investor Digest*, 1995. május 5., 57. o.
- 34 Uo.
- 35 *Andrew Beyer: Picking Winners, A Horse Player's Guide.* (New York: Houghton Mifflin Company, 1994.) 178. o.
- 36 *Outstanding Investor Digest*, 1997. december 29., 30. o.
- 37 *Outstanding Investor Digest*, 1995. május 5., 58. o.
- 38 Uo., 50. o.
- 39 Uo.
- 40 Berkshire Hathaway Annual Report, 1996. 15. o.



## A befektetés pszichológiája

„Akaratom ellenére kerültem kapcsolatba a rossz döntések pszichológiájával; mindaddig ellenálltam, míg fel nem ismertem, hogy ez az álláspontom sok pénzembe kerül.”

*Charlie Munger*

**A** pszichológiának – az emberi viselkedés csavarjainak és fordulatainak – nincs helye a hatékony piacok elméletében, sem a modern portfólióelméletben. Az előbbi támogatói szerint a piac azért hatékony, mert a befektetők tökéletesen informáltak, és így késlekedés nélkül és racionálisan állapítják meg a piaci árakat.

Mióta viselkednek azonban az emberek racionálisan a pénzzel kapcsolatban?!

Kevés olyan aspektusa van az emberi létnek, amely érzelmi-  
leg túlfűtöttebb, mint a pénzzel való kapcsolatunk. Sokkal inkább érzelmi alapú, logikátlan döntéseket hozunk pénzügyi kérdésekben, mint gyakorlatilag bármely más területén az életünknek. Ha az emberi tényező figyelembevétel nélkül kísérelnénk meg elmélyíteni pénzügyi ismereteinket, az ahhoz hasonlítana, mintha iránytűvel, de térkép nélkül próbálnánk meg eligazodni: csak félmegoldást választanánk.

Az értékpapírpiac esetében különösen fontos számításba venni az emberi tényezőt. Minél elvontabb a környezet – és az értékpapírok sok ember számára bizony elég absztraktak – annál erőteljesebbé válik a megfoghatatlan pszichológiai tényező jelentősége. Látni fogjuk, hogy sok minden, ami az embereket



részvényvásárlásra készíti, megmagyarázható pusztán az emberi viselkedés alapszabályaival. És mivel a piac a definíció szerint az összes részvénnel kereskedő szereplő döntéseinek halmaza, nem túlzás azt állítani, hogy a piac egészét pszichológiai erők mozgatják.

A hatékony piacok elméletét olyan határozottan és oly sokáig fogadták el érvényes megközelítésként, hogy bármely eszmefuttatást a piaccal kapcsolatban, amely pszichológiai fogalmakat is magában foglalt, legjobb esetben is csak leereszkedő stílusú vállveregetéssel fogadták. Legalábbis mostanáig. Az elmúlt néhány évben olyasmit tapasztalhattunk, ami felér egy forradalommal: egy újfajta gondolkodásmód jött létre, amely a pénzügyi kérdéseket az emberi viselkedés keretében vizsgálja. A közgazdaságtan és a pszichológia ezen keveréke magatartástudományi pénzügyek néven vált ismertté, és ez a tudomány csak most kezd az egyetemekről kiszivárogni, és megjelenni a tájékozottabb befektetési szakemberek közötti beszélgetésekben... akik, ha a hátuk mögé néznek, meglátják a háttérben mosolygó Ben Graham árnyékát.

## BENJAMIN GRAHAM

Ben Graham, akit sokan a pénzügyi elemzés atyjának tartanak, három generációnak tanította, hogyan kell eligazodni a tőzsdén. Túlzás nélkül állítható, hogy a reálérték-elmélet híveként rengeteg embernek segített a részvények kiválasztásában. A befektetés és a pszichológia kapcsolatáról vallott tanait azonban gyakran figyelmen kívül hagyják. Graham mind a *Security Analysis*-ben, mind a *The Intelligent Investor*-ban jelentős teret szentel annak, hogy bemutassa, miként váltják ki a befektetők érzelmei az értékpapír-piaci hullámvázakat.

Graham úgy találta, a befektető legnagyobb ellensége nem a tőzsde, hanem saját maga. Kiváló matematikai, pénzügyi és számviteli tudásuk ellenére azok az emberek, akik nem tudtak érzelmeik felett uralkodni, nem tudnak megfelelő nyereségre szert tenni befektetéseik során.

Miként leghíresebb tanítványa, Warren Buffett kifejti: „Graham megközelítésének három fontos alapelvét érdemes kiemelni.” Az első szerint egyszerűen üzleti vállalkozásként kell a részvényekre tekinteni, ami „a legtöbb piaci szereplő megközelítésétől egészen eltérő felfogás”. A második elv a biztonsági felár fogalma, amely „gondoskodik a versenylőnyről”. És a harmadik, a tőzsdéhez való igazi befektetőhöz méltó hozzáállás. „Ha megfelelő a hozzáállásunk – mondja Buffett –, már az indulásnál magunk mögött hagyhatjuk a tőzsdén tevékenykedő emberek 99 százalékát – ez hatalmas előny.”<sup>1</sup>

A befektetői magatartás kifejlesztése – Graham szerint – az elkerülhetetlen piaci ingadozásokra való pszichológiai és pénzügyi felkészültség kérdése. Nem csupán azzal kell tisztában lennünk, hogy a tőzsde esése be fog következni, hanem érzelmileg is kiegyensúlyozottnak kell lennünk ahhoz, hogy megfelelő módon reagálhassunk. Graham nézete szerint hanyatlás esetén a befektető helyes reakciója ugyanaz, mint a vállalat tulajdonosé, akinek vonzónak nem nevezhető ajánlatot tettek: nem vesz tudomást róla. „Az igazi befektető meglehetősen ritkán kényszerül részvényeinek eladására, és minden más esetben szabadon figyelmen kívül hagyhatja a napi árfolyamot.”<sup>2</sup>

A lényeg megértését és a fejekben való rögzülést elősegítendő, Graham egy jelképes figurát alkotott, akit „Mr. Piacnak” nevezett el. Mr. Piac közismert története nagyszerűen szemlélteti, miért és hogyan térnek el a részvényárak újra és újra az ésszerű árfolyamtól.

Tegyük fel, hogy Mr. Piac a partnerünk egy magánvállalkozásban. Mr. Piac mindennap felajánl egy árat, amelyen hajlandó lenne haladéktalanul megvenni a részesedésünket, illetve eladni a sajátját. Szerencsére a közös vállalkozásunk stabil gazdasági mutatókkal rendelkezik, de Mr. Piac ajánlataira bármit mondhatunk, csak azt nem, hogy stabilak. Merthogy Mr. Piac érzelmileg ingatag. Néhanapján vidám és rózsaszínben látja a világot. Ezekben a napokban nagyon magas árat kínál a részünkéért. Máskor azonban elbátortalanodik, csak a problémákat látja, ilyenkor nagyon alacsony árat adna ugyanazért.

Graham szerint Mr. Piacnak van egy másik megnyerő tulajdonsága is: nem zavarja, ha lekezelően viselkedünk vele. Ha



Mr. Piac ajánlata figyelmen kívül marad, másnap akkor is újjal fog jelentkezni. Graham arra figyelmeztetett, hogy ami számunkra fontos, az Mr. Piac notesza, nem pedig a bölcsessége. Amikor Mr. Piac bolondos kedvében van, módunkban áll figyelmen kívül hagyni, illetve becsapni őt, de ilyenkor a befolyása alá kerülni katasztrofális következménnyel jár.

„A befektető, aki megengedi magának, hogy pánikba essen, vagy túlzottan aggódjon a részesedéseiben indokolatlanul bekövetkezett piaci visszaesés miatt, fonák módon az alapvető előnyét változtatja alapvető hátránnyá” – mondja Graham. „Ez az ember jobban járna, ha a tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírai árfolyamát nem is jegyeznék a tőzsdén, és így megkímélhetné magát attól a lelki kintól, amit mások hibás megítélése okoz.”<sup>3</sup>

Ne pánikoljunk mások tévitélete miatt. Ezt a leckét prédikálja Graham. Ezt a tanulságot Buffett is magáévá tette, és másokat is erre buzdít. Könnyen érthető, hogy Warren Buffett miért ragadott meg számos alkalmat, hogy megossza a Berkshire Hathaway tulajdonosaival Mr. Piac történetét. Buffett gyakran emlékezteti őket arra, hogy a sikeres befektetőknek jó üzleti ítélőképességgel kell rendelkezniük, és képeseknek kell lenniük arra, hogy megvédjék magukat azoktól az érzelmi viharoktól, amiket Mr. Piac robbant ki, ezenkívül önmagát is figyelmezteti Mr. Piac sztorija segítségével, hogy távol tartsa magát a piac butaságaitól.

## MR. PIAC, ISMERKEDJEN MEG CHARLIE MUNGERREL!

Több mint hatvan évvel ezelőtt kezdett el Ben Graham a piacon jelenlévő irracionálisról írni, és arról, miként kerülhetik el a befektetők a hibás döntéseket. Az azóta eltelt évek során kevés nyilvánvaló változás következett be a befektetők viselkedésében. Még mindig irracionálisak. A félelem és a mohóság még

mindig áthatja a piacot. Az esztelen hibák még mindig napirenden vannak.

Az egyoldalú gondolkodás megnyilvánulásai körülvesznek bennünket. Ennek jelei megfigyelhetők barátainkon, családtagjainkon és más ismerőseinken – sőt, ha őszinték vagyunk, saját magunkon is. Amennyiben ezeket a túl közeli példákat kényelmetlennek érzik, találhatunk a valós életben alapuló kutatási eredményeket is, amelyeket szakemberek készítettek. 1997-ben Terrance Odean, egy magatartás-tudományi közgazdász a Californiai Egyetemről a következő címmel publikált egy tanulmányt: „Miért kereskednek túlzottan sokat a befektetők?” A tanulmányban összefoglalta, hogy mire jutott tízezer anonim befektető megfigyelése során.

Egy hétéves időszak alatt (1987–1993) Odean a jelentősebb brókercégek 10 000 véletlenszerűen kiválasztott számlája közt lebonyolított 97483 ügyletet követte nyomon. Először azt állapította meg, hogy a számlák átlagos éves cserélődési sebessége 78 százalék, ami azt jelenti, hogy a befektetők minden évben eladták és újravásárolták portfóliójuk csaknem 80 százalékát. Majd a piaci átlaghoz hasonlította a portfóliókat négy hónapos, egy- és kétéves időszakra, és két meglepő eredményt talált: 1. a befektetők által vett részvények következetesen a piac mögött kullogtak, 2. míg azok a részvények, amiket eladtak, voltaképpen *legyőzték* a piacot. Odean számításai szerint az egyéves időszakban az eladott részvények – a közvetítői díjakat nem számítva – átlagosan három százalékponttal verték a megvett részvényeket.<sup>4</sup>

Mi készíti az embereket ilyen alacsony hatékonyságú kereskedésre? Mivel nem lehetséges mind a tízezer embert megkérdezni, hogy mi játszódott le bennük, nem tudhatjuk meg az indítékaikat. Elképzelhető, hogy tízezer különböző okról van szó. Egy következtetést biztonsággal levonhatunk: amikor pénzről és befektetésről van szó, az emberek gyakran hibás döntéseket hoznak.

De talán nem mentünk elég messzire. Noha képesek voltunk felismerni az ésszerűtlen viselkedést, elég keveset tettünk azért, hogy pontosan megmagyarázzuk, miért választanak a befektetők hibás megoldást. A válasz a pszichológiai tévítélet mélyen-



szántó elemzésével található meg. Ahhoz, hogy megkezdjük ezt a vizsgálatot, először Charlie Mungerhez fordulunk.

Mungert komolyan foglalkoztatta az a kérdés, miként lehetséges különböző területekről összegyűjteni a tudás apró morzsáit, és úgy kombinálni őket, hogy valódi bölcsességhez jussunk; emlékezzünk csak az 1. fejezetből a modellek komplex alkalmazására. A befektetésben – mint mondja – nyilvánvalóan fontos, hogy megértsük a számvitel és a pénzügytan alapjait. Ugyanúgy lényeges a statisztika és a valószínűség-számítás is. De az egyik legfontosabb terület, amit ismernünk kell, a pszichológia. Az általa a „tévítélet pszichológiájának” nevezett területnek különös fontosságot tulajdonít.

Munger szerint a fő probléma az, hogy az agyunk egyszerűsített megoldásokra hagyatkozik az elemzés során. Túl könnyen ugrunk a végkövetkeztetéshez. Könnyen félrevezethetőek vagyunk, és hajlamosak a manipulációra. „Én személy szerint mostanában odáig jutottam, hogy kétlépcsős elemzést végzek” – mondja Charlie. „Először is azt vizsgálom, ésszerűen átgondolva, hogy milyen tényezők irányítják ténylegesen a szóban forgó érdekeket. Másodszor azt nézem meg, hogy mik a tudatalatti befolyásoló tényezők, ahol az agyunk a tudatalatti szintjén automatikusan elvégzi ezeket a feladatokat – ami nagyrészt hasznos, de sokszor rosszul működik.”<sup>5</sup> Ezt a kétlépcsős elemzést használja a befektetési döntések meghozatalakor: először a racionális várakozásokat és valószínűségeket mérlegeli, és ezután óvatosan értékeli a pszichológiai tényezőket.

A tévítélet pszichológiájának egy széles körű, átfogó elemzése talán meghaladná e könyv kereteit. Néhány fontosabb pszichológiai lecke azonban megérdemli a figyelmet. A dolog ironiáját az adja, hogy ebben a témában a legjobb gondolatok a Chicagói Egyetem közgazdaságtani tanszékéről származnak – egy olyan intézetből, amely leginkább azokról a Nobel-díjasairól híres, akik a racionális befektetőkkel működő, hatékony piacok elméletét veszik alapul. Azonban a korábban a Cornell Egyetem közgazdászaként dolgozó Richard Thaler csatlakozott a chicagói közgazdasági tanszékhez, azzal a legfőbb céllal, hogy megkérdőjelezze a befektetők racionális viselkedését.

## MAGATARTÁS-TUDOMÁNYON ALAPULÓ PÉNZÜGYEK

A magatartás-tudományon alapuló pénzügyek egy olyan kutatási terület, ami a nem hatékony piaci jelenségekre a pszichológia elméleteit felhasználva keres magyarázatot. A megfigyelések szerint az emberek a pénzügyi döntéseikkor gyakran követnek el ostoba hibákat, illetve sokszor indulnak ki nem logikus feltételezésekből. Ezeknek az észrevételeknek a hatására közgazdászok, köztük Thaler, elkezdtek behatóbban foglalkozni a pszichológiai fogalmakkal, azzal a céllal, hogy magyarázatot találjanak az emberi gondolkodás ésszerűtlenségeire. Ez, ahogy már korábban is említettük, egy viszonylag új tudományterület, de amit tanít, az lenyűgöző, és mindemellett kiemelkedően hasznos a megfontolt befektetők számára.

### Túlzott önbizalom

Számos pszichológiai tanulmány rámutatott, hogy a döntéshozatal során elkövetett hibák annak köszönhetők, hogy az emberek általában túl biztosak a dolgukban. Kérdezzük csak meg az emberek egy viszonylag nagy mintáját arról, vajon hányan gondolják azt, hogy átlagon felüli autóvezetői képességekkel rendelkeznek. Az elsőprő többség kitűnő autóvezetőként fog vélekedni önmagáról – ami nyitva hagyja a kérdést: vajon kik a rosszak? Egy másik példa az orvosi szakmából hozható. Ha megkérdezzük az orvosokat, úgy vélekednek, hogy a tüdőgyulladás 90 százalékos megbízhatósággal képesek diagnosztizálni, a valóságban azonban csupán az esetek 50 százalékában van igazuk.

Az önbizalom önmagában nem rossz dolog. De a túlzott önbizalom már egészen más, és különösen veszélyes lehet, amikor anyagi ügyekkel foglalkozunk. A túlságosan magabiztos befektetők nemcsak önmagukra nézve hoznak rossz döntéseket, hanem erőteljes hatást gyakorolnak a piac egészére.



A befektetők rendszerint nagyon magabiztosnak tűnnek. Azt gondolják, hogy agyafűrtabbak mindenki másnál, és képesek kiszemelni a nyerő részvényeket – vagy legalább az ügyesebb befektetésmenedzsereket, akik a piaci átlag felett tudnak teljesíteni. Hajlamosak felülértékelni a saját képességeiket és tudásukat. Jellegzetes módon azokra az információkra hagyatkoznak, amelyek az ő elképzeléseiket igazolják, és figyelmen kívül hagyják az ellentétes híreket. Ezenkívül nem azon törik a fejüket, hogy kevésbé ismert információkat kutassanak fel, hanem a könnyedén hozzáférhető információra hagyatkoznak.

Milyen bizonyítékunk van a befektetők túlzott magabiztosságára? A hatékony piacok elmélete szerint a befektetők feladata, hogy értékpapírokat vásároljanak, majd megtartsák azokat, mégis az elmúlt években a kereskedés volumenének a növekedését tapasztaltuk. Richard Thaler szerint a befektetők és a portfóliókezelők meg vannak róla győződve, hogy jobban informáltak, és ezért profitra tudnak szert tenni azáltal, hogy túljárnak a többiek eszén.

A túlzott magabiztossággal magyarázható, hogy miért kötnek olyan sok rossz vételi opciót a befektetéskezelők. Az általuk összegyűjtött információk alapján túlzottan biztosak a dolgukban, és azt hiszik, közelebb járnak az igazsághoz, mint valójában. Ha mindenki azt gondolja, hogy az információi pontosak, és olyat tud, amit a többiek nem, akkor ez nagyszámú üzletkötést eredményez.

„A legnehezebb dolog azt elfogadni, hogy nem vagy agyafűrtabb az átlagnál. – mondta Daniel Kahneman, a Princetoni Egyetem pszichológia és közösségi gazdaságtan professzora.<sup>6</sup> Nem mindenki képes az átlagosnál jobbra, ez a kijózanító valóság. A túlzott bizonyosság jelensége nem csak a mértéktelen kereskedést segít megmagyarázni, hanem az elmúlt években a piacon tapasztalt nagy ingadozást is. Kahneman szerint ez a túlzott magabiztosság sarkallhatta a Federal Reserve elnökét, Alan Greenspant az „irracionális és túlzott növekedésre” vonatkozó figyelmeztetésre. Az elemzők túlértékelésről szóló figyelmeztetése ellenére a befektetők tülekedtek a részvényekért.

### Túlreagálási hajlam

Thaler számos újabb keletű tanulmányt említ, amely bemutatja, hogy az emberek, túl nagy jelentőséget tulajdonítva néhány véletlen eseménynek, úgy gondolják, trendet fedeztek fel. Különösen a befektetők hajlamosak a legutóbbi információkra támaszkodva következtéseket levonni; az utolsó eredménykimutatás szerintük a jövőbeli nyereség előrejelzője. Ezt követően abban a hitben, hogy olyasmit tudnak, amit mások nem, gyors döntést hoznak, felületes okfejtéssel.

Természetesen a túlzott magabiztosságról van szó; az emberek azt hiszik, világosabban értik az adatokat, mint a többiek, és jobban is interpretálják azokat. És ehhez még más is társul. A túlzott bizonyosságot a túlreagálás súlyosbítja. A magatartástudománnyal foglalkozók azt tapasztalták, hogy az emberek túlreagálják a rossz híreket, a jókra pedig lassan válaszolnak. A pszichológusok ezt a jelenséget hívják *túlreagálási hajlamnak*. Így, ha a rövid távú eredménykimutatás nem jó, a tipikus befektető válasza kapkodó, megfontolatlan, túlzott reakció lesz, a részvényárfolyamokra gyakorolt elkerülhetetlen hatásával.

Thaler ezt a rövid távon történő túlhangsúlyozást befektetési „miópia”-ként (a rövidlátás orvosi kifejezése) írja le, és úgy tartja, hogy a legtöbb befektető jobban járna, ha nem kapna havi jelentéseket. Egy tanulmányban, amelyet magatartástudományi közgazdászokkal készített, drámai módon bizonyította elképzelését.

Thaler és kollégái megkértek egy csoport diákot, hogy állítsanak össze egy képzelt portfóliót részvényekből és állampapírokból. Először azonban leültették a diákokat egy számítógép elé, amely a következő huszonöt éves időszakra szimulálta a portfólió nyereségének alakulását. A diákok felét rengeteg adattal látták el, bemutatva a piac illékony természetét a folyton változó árakkal. A másik csoport csak az ötéves időszakok teljesítményére vonatkozó információkat kapott. Ezután Thaler mindkét csoportot felkérte, hogy állítsa össze portfólióját az elkövetkező negyven évre.

Az a csoport, amelyiket rengeteg információval bombáztak, amelyek egy része elkerülhetetlenül veszteséget mutatott ki,



csak a pénze 40%-át fektette részvényekbe, míg az a csoport, amelyik csak időszakosan kapott információt, portfóliója 70%-át helyezte el a részvénytőzsdén. Thaler, aki minden évben előadást tart a magatartás-tudományi konferencián, amelyet a Közgazdasági Kutatások Nemzeti Irodája és a harvardi John F. Kennedy School of Government támogat, azt tanácsolta a csoportnak: „vásároljanak részvényeket, és azután ne bontsák ki a postát.”<sup>7</sup>

Thaler jól ismert egy másik tanulmánya kapcsán is, amelyben a rövid távú döntések könnyelműségét mutatja be. Vette a New York-i Értéktőzsde összes részvényét, és az előző öt év teljesítményei alapján rangsorolta őket. Kiválasztotta a 35 legjobbat (amelyek ára a legjobban emelkedett), és a 35 legrosszabban teljesítőt (amelyek ára a leginkább esett), és képzeletbeli portfóliókat készített ebből a 70 részvényből. Ezek után öt éven keresztül tartotta ezeket a portfóliókat, és megfigyelte, ahogy a veszteségek az esetek 40 százalékában lepipálják a nyerő papírokat. Thaler úgy véli, a valóságban a befektetők kis hányada lett volna elég határozott, hogy ellenálljon a lefelé történő elmozdulásra utaló első jelek túlreagálásának, és a többség elveszítette volna azokat az előnyöket, amelyek a vesztes papírok feléledéséből származnak.<sup>8</sup>

Ezek a kísérletek pontosan kihangsúlyozzák Thaler elképzelését a befektetői miópiáról – az ostoba döntésekhez vezető rövidlátásról. A miópia részben egy másik pszichológiai ok miatt vált ki oly ésszerűtlen reakciókat: a velünk született vágy miatt, hogy elkerüljük a veszteséget.

### Veszteségkerülés

A magatartás-tudománnyal foglalkozók szerint a veszteség sokkal jobban fáj, mint amennyire a nyereségnek örülünk. Thaler és mások számos kísérlete bemutatta, hogy az embereknek kétszer annyi pozitívumra van szükségük, hogy felülkerekedjenek a negatívumokon. Egy olyan fogadáson, ahol mindkét kimenetel esélye pontosan megegyezik, a legtöbb ember semmit nem

kockáztatna, hacsak a lehetséges nyereség nem kétszer akkora, mint a lehetséges veszteség.

Az esésnek nagyobb a hatása, mint az emelkedésnek: ez a megfigyelés aszimmetrikus kockázatkerülés néven ismert, és alapvető eleme az emberi pszichológiának. A tőzsdére alkalmazva ez azt jelenti, hogy a befektető kétszer olyan kellemetlenül érzi magát pénze elvesztése miatt, mint amennyire a nyereség feldobja. Ez a gondolatmenet megtalálható a makroökonómiai elméletben, ahol megállapítják, hogy a fellendülés időszakában a fogyasztók jellemzően minden dollár vagyonnövekmény után három és fél centtel növelik vásárlásaikat. De a gazdasági hanyatlás alatt a fogyasztók minden, a piacon elvesztett dollár után ténylegesen kétszer akkora összeggel (hat centtel) csökkentik a kiadásait.

A veszteségkerülés befektetési döntésekre gyakorolt hatása nyilvánvaló és jelentős. Mindannyian szeretnénk azt hinni, hogy jó döntéseket hoztunk. Hogy fenntartsuk magunkról alkotott jó véleményünket, túl sokáig kitartunk a rossz választás mellett, abban a homályos reményben, hogy megfordul a dolgok alakulása. De ha nem realizáljuk a veszteséget, soha nem kell szembesülnünk a hibáinkkal.

A veszteség elkerülésére irányuló törekvés indokolatlanul óvatossá teszi a befektetőket. A 401 (k) program résztvevői, akiknek évtizedekben mérhető az időhorizontja, befektetett pénzükhöz még mindig nem kevesebb, mint 30–40 százalékát kötvényekben tartják. Miért? Csak nagyon erős, a veszteség elkerülésére irányuló törekvés készíthet valakit pénzeszközeinek ilyen óvatos allokálására. De a veszteségkerülés sokkal közvetlenebb módon is hatást gyakorolhat ránk azáltal, hogy ésszerűtlen ragaszkodásra sarkall minket a vesztes részvényekhez. Senki nem akarja elismerni, hogy hibázott. De ha nem likvidáljuk hibás döntéseink következményeit, lemondunk arról a nyereségről, amit pénzünk ügyesebb újra-befektetésével érhetünk el.



### Elméleti nyilvántartás

A magatartás-tudományi pénzügyek még egy aspektusát érdemes kiemelni, amit a pszichológusok elméleti nyilvántartásnak neveztek el. Ez azt jelenti, hogy a körülmények változásának hatására módosítjuk a pénzzel kapcsolatos kilátásainkat. Gondolatban hajlamosak vagyunk különböző pénzeket különböző számlákra tenni, ami rámutat arra, miként is gondolkodunk erről.

Egy egyszerű példa jól szemlélteti mindezt. Képzeljük el, hogy egy kis esti szórakozás után most térünk haza a párunkkal. A tárcánkért nyúlunk, hogy kifizessük a bétiszitert, de csalódottan tapasztaljuk, hogy nincs ott a húszdolláros bankjegy, amiről azt hittük, hogy ott van. Így hát, miközben hazavisszük a bétiszitert, megállunk egy automatánál, és kiveszünk húsz dollárt, hogy kifizessük őt. Következő nap fölfedezzük, hogy az eredeti húszas ott lapul a zakónk zsebében.

A legtöbb ember ilyen esetben derűsen reagál. A zakóban lévő húszdolláros talált pénz. Noha az első húsz dollár is ugyanarról a bankszámláról származik, mint a második, és mindkettőért keményen megdolgoztunk, az a húszas, amit most a kezünkben tartunk olyan pénz, amire nem számítottunk, és ezért úgy érezzük, kevésbé hasznos dolgokra is elkölthetjük.

Richar Thaler érdekes tudományos kísérlettel szolgál ennek az elképzelésnek a bemutatására. Vizsgálata során két csoportra osztotta az alanyokat. Az első csoportban lévő emberek kaptak harminc dollárt, és azt mondták nekik, hogy két választásuk van: 1. zsebre vágják a pénzt és elsétálnak, vagy 2. beszállnak egy pénzfeldobásba, ahol ha nyernek, kapnak még kilenc dollárt, illetve ha veszítenek, ennyivel csökken az eredeti összeg. A legtöbb ember (70 százalék) a pénzfeldobást választotta, mert úgy okoskodtak, hogy legrosszabb esetben is 21 dollár talált pénzhez jutnak. A második csoport tagjainak szintén két választási lehetőséget kínáltak fel: 1. tegyék próbára szerencséjüket egy pénzfeldobáson: ha nyernek 39 dollár üti a markukat, ha veszítenek, 21-et kapnak, vagy 2. simán kapnak harminc dollárt pénzfeldobás nélkül. Több mint a fele

(57 százalék) a biztos pénzt választotta. Mindkét csoport ugyanakkora összegeket nyerhetett azonos esélyekkel, ám különbözőképpen reagáltak a szituáció során.<sup>9</sup>

A következtetés világos: az, hogy miképp döntünk a befektetésről, és hogy miképp választunk portfóliókezelési stílust, nagyban összefügg azzal, hogyan gondolkozunk a pénzről. Az elméleti nyilvántartás annak a jelenségnek egy további magyarázataként tudható be, hogy az emberek nem adják el a rosszul teljesítő részvényeket; addig nem tudatosítják magukban a veszteséget, amíg nem realizálják azt. Egy másik jelentős kapcsolódási pont a kockázat. A kockázatvállalás teljes hatását a fejezet hátralévő részében tárgyaljuk, de pillanatnyilag egy dolog világos: talált pénzzel sokkal jobban tűrjük a kockázatot. Tágabb értelemben a „fejben könyvelés” a hatékony piacok elméletének egy gyengeségét hangsúlyozza; azt bizonyítja, hogy a piaci értéket nem kizárólag az összesített információk határozzák meg, hanem az is, hogy az emberi lények miként kezelik ezeket az információkat.

Az emberi viselkedés mozgatórugóinak tanulmányozása végtelenül érdekes. Ami engem különösen megragad, hogy mindez milyen meghatározó szerepet játszik a befektetések esetében, egy olyan világban, amelyet az általános vélekedés szerint a rideg számok és lelketlen adatok uralnak. Mikor befektetési döntéseket kell hoznunk, viselkedésünk néha kiszámíthatatlan, gyakran ellentmondásos, alkalmanként ostoba. A logikátlan döntések néha következetesen megismétlődnek, máskor semmilyen viselkedésminta nem fedezhető fel. Megmagyarázhatatlan módon hozunk jó döntéseket, és minden ok nélkül rosszakat.

Ami különösen aggasztó, és amit minden befektetőnek meg kell értenie, hogy gyakran nem veszünk tudomást rossz döntéseinkről. Most már tudjuk, hogy a piacok és a befektetés teljes megismeréséhez meg kell értenünk saját irracionálisunkat. A rossz döntések pszichológiájának tanulmányozása legalább olyan hasznos, mint a pénzügyi mérlegeké és eredménykimutatásoké. Bármilyen kiváló szakértelemmel is értékelünk vállalatokat, ha nem szánjuk rá az időt a magatartás-



tudományi pénzügyek megértésére, nagyon nehéz lesz javítani portfólióstratégiánkon és befektetési teljesítményünkön.

## KOCKÁZATVÁLLALÁSI HAJLANDÓSÁG

A mágneshez hasonlóan, amely magához vonzza a körülötte lévő vasdarabokat, kockázattűrésünk szintje is összesíti a pénzügyek pszichológiájának elemeit. A pszichológiai fogalmak elvontak; a vétellel és eladással kapcsolatos napi döntéseinkben válnak valósággá. Ezeket a döntéseket a kockázathoz való viszonyunk fűzi össze.

Az elmúlt tizenkét évben a befektetési szakértők jelentős energiát szántak rá, hogy segítsék az embereket saját kockázatvállalási hajlandóságuk megismerésében. A brókerek, befektetési tanácsadók és pénzügyi tervezők mindannyian észlelték az egyének viselkedésében folyton bekövetkező változásokat. Mikor a piac emelkedik, a befektetők vakmerően vesznek újabb részvényeket a portfóliójukhoz, illetve visszatérnek a fix hozamú papírokhoz, mikor esnek az árfolyamok. Jó példa erre az 1987-es összeomlás. Egyetlen nap alatt számos befektető megváltoztatta a portfólióját, kötvényekre és más fix hozamú értékpapírokra cserélve a részvényeit. Az agresszív és óvatos befektetésnek ez az ide-oda váltogatása ösztönözte a kockázatvállalási hajlandóság vizsgálatát.

Eleinte a befektetési tanácsadók azt hitték, a kockázattűrés felbecsülése egyszerű feladat. Kérdőívek és interjúk használatával minden egyes befektetőnek megalkothatják a kockázatprofilját. A gond az, hogy a kockázatvállalási hajlam az érzelmeiben gyökerezik, ami azt jelenti, hogy a körülmények változásával ez is módosul. A pszichológia mindazon elvei, melyek közrejátszanak a pénzzel szembeni viszonyunk kialakításában, a kockázattal szembeni reakcióinkat is meghatározzák. Ha drasztikusan zuhan a piac, az „agresszív” profillal rendelkezők is nagyon körültekintővé válnak. A fellendülő piacon nemcsak az agresszívnek, de az óvatosnak feltételezett befektetők is szívesebben választanak részvénybefektetést.

Még egy tényező szerepét érdemes kiemelni, amely a túlzott magabiztosság elméletéhez vezet vissza bennünket. Kultúránkban a kockázatvállalókat nagyra becsülik, és a befektetők annak a nagyon is emberi hajlamnak vannak alávetve, hogy egy kockázatos helyzetet biztosabbnak gondolnak, mint amilyen az valójában. Megvalósítják a gyakorlatban, amit a pszichológus D. G. Pruitt „Walter Mitty-hatásnak” nevez.<sup>10</sup>

A harmincas években James Thurber, Amerika egyik legnagyobb humoristája elragadó novellát írt „Walter Mitty titkos élete” címmel, amelyből később emlékezetes film készült Danny Kayne főszereplésével. Walter egy alázatos, egérszerű fickó volt, akit teljesen elnyomott hatalmaskodó, éles nyelvű felesége. Helyzetével úgy birkózott meg, hogy különféle ábrándokat szőtt, amelyekben a szelíd Mitty varázslatos módon egy bátor, belevaló és tettekre kész hőssé változott át. Egyik pillanatban attól reszketett, hogy elfelejtette, amit rábízott a felesége; a következőben már egy vadászbombázó rettenthetetlen pilótája volt, aki egymaga teljesített egy veszélyes küldetést.

Pruitt szerint a befektetők úgy reagálnak a piacra, mint Walter Mitty az életre. Mikor a tőzsde felélénkül, bátrakká válnak a saját szemükben, és további kockázatot vállalnak. De amikor a tőzsde elkezd hanyatlani, egymáson keresztültaposva próbálnak menekülni, és távol tartják magukat az üzlettől.

Hogyan kerekedhetünk felül a Walter Mitty-hatáson? Azáltal, hogy olyan módot találunk a kockázatvállalási hajlam mérésére, amely a lehető legteljesebb mértékben megfogja a jelenséget. A megszokott tesztkérdések és pszichológiai ihletésű témák felszíne mögé kell pillantanunk.

Néhány éve a Villanovai Egyetemen dolgozó Dr. Justin Greenel együtt kifejlesztettünk egy kockázatelemző eszközt, amely ugyanúgy figyelembe veszi a személyiséget, mint a kockázattal nyilvánvalóbb és közvetlenebb tényezőit. A kockázattűrés elméleti és gyakorlati kérdéseit tárgyaló irodalom tanulmányozását követően fontos demográfiai tényezőket és személyes beállítottságokat különítettünk el, amelyek együttesen elősegíthetik, hogy az emberek pontosabban mérjék fel saját kockázattűrésüket.



Azt találtuk, hogy a kockázatvállalási hajlam két demográfiai tényezőhöz, az életkorhoz és a nemhez kapcsolódik. Idősebb emberek kevésbé hajlandóak a kockázatvállalásra, és a nők jellemzően elővigyázatosabbak, mint a férfiak. Úgy tűnik a vagyonnak nincs különösebb szerepe; az, hogy valakinek több vagy kevesebb pénze van, látszatra nem befolyásolja, hogy miként tűri a kockázatot.

Két személyiségjegyet szorosan kapcsolódik a kockázattűréshez: a személyes döntési lehetőségek és a teljesítménycentrikusság. A személyes döntési lehetőségek az ember azon képességére vonatkoznak, hogy befolyásolni tudja-e mind a környezetét, mind az ebben a környezetben zajló, az életét érintő folyamatokat. Azokat az embereket, akik úgy látják, rendelkeznek ezzel a hatalommal, „önálló döntéshozóknak” nevezik. Velük ellentétben a „sodródó” típusúak úgy vélik, kevés befolyásuk van; olyannak látják magukat, mint egy falevél, melyet ide-oda fújka a fékezhetetlen szél – a korlátlan hatalmak. A kutatásunk szerint azok az emberek, akik nagyobb hajlandóságot mutattak a kockázat vállalására, túlnyomó többségben az első csoportba sorolhatók.

A teljesítménycentrikusság annak a fokát mutatja, mennyire fontosak a céljaink. Azt találtuk, hogy a kockázatvállalók egyben célratörők is, noha a célokra történő erőteljes koncentráció fájdalmas csalódásokhoz vezethet.<sup>11</sup>

Az alábbi kérdések, amelyeket a kockázatelemzési eszközünk alapján állítottunk össze, segítségünkre lehetnek annak megítélésében, hogyan állunk a személyes döntési lehetőségek és a teljesítménycentrikusság vonatkozásában.

### A) Saját magunk irányítjuk-e sorsunkat?

Melyik állítás jellemző leginkább az ön gondolkodására?

1. a) Hosszú távon az emberek megkapják az őket megillető elismerést.  
b) Sajnos nem mindig ismerik fel, milyen értékes valaki, bármilyen keményen próbálkozik is.
2. a) A végzet hatalmában bízni soha nem bizonyult olyan jónak számomra, mint amikor úgy döntöttem, hogy bizonyos határozott lépéseket teszek.  
b) Úgy találtam, hogy aminek meg kell lennie, az be is fog következni.
3. a) Ami velem történik, az rajtam múlik.  
b) Néha úgy érzem, nincs megfelelő hatalmam afölött, milyen irányt vesz az életem alakulása.

### B) Az eredményekre koncentrálnunk?

Mennyire pontosan jellemzik az alábbi kijelentések az ön hozzáállását?

1. Nem szeretek anélkül dolgozni egy ügyön, hogy tudnám, hol tartok, ezért terveket készítek, amelyek lehetővé teszik számomra, hogy megmérjem, milyen gyorsan haladok a végső cél felé.
2. Életem fő célja, hogy olyan dolgokat csináljak, amit még azelőtt senki.
3. Amikor játszom, ugyanúgy foglalkoztat, hogy milyen jól játszom, mint az, hogy nyerek-e?
4. Mindenben amit teszek – munka, sport, hobbi – megpróbálok igazán magas mércét állítani magamnak; másképp mi értelme az egésznek?!



### C) Szerencse vagy kemény munka?

Melyik állítás jellemző leginkább az ön gondolkodására?

1. a) Egy jó adag szerencse az, ami igazán szükséges ahhoz, hogy sok pénzt keressünk a tőzsdén.  
b) Azok keresnek nagy pénzeket a piacon, akik megfelelő hozzáértéssel hozzák meg döntéseiket.
2. a) Az emberek életében számos szomorú dolog a balszerencse következménye.  
b) Az emberek szerencsétlensége az általuk elkövetett hibákban gyökerezik.
3. a) Megfelelő érvényesülési lehetőség nélkül nem válhatunk igazi vezetővé.  
b) Azok a tehetséges emberek, akiknek nem sikerül vezetővé válniuk, nem használták ki a lehetőségeiket.
4. a) Nem mindig bölcs dolog túlságosan előre tervezni, ugyanis sok minden a jó vagy rossz szerencsén múlik.  
b) Mikor terveket készítek, mindig bizonyos vagyok abban, hogy meg is tudom valósítani őket.

A saját kockázatvállalási hajlamunk nem pusztán személyes döntés: a lehetőségekkel és a teljesítménycentrikussággal függ össze. A kockázat és ezen személyiségjegyek között fennálló valódi kapcsolat feltárásához fontolóra kell vennünk, hogyan tekintünk arra a környezetre, amelyben a kockázat felmerül.<sup>12</sup> Vagyis úgy gondolunk a tőzsdére, mint 1. egy játékra, amelynek a végeredménye a szerencsétől függ, úgy, mint 2. egy bizonytalan kimenetelű helyzetre, ahol a pontos információk és ésszerű választások meghozzák a kívánt eredményt.

Most nézzük, hogyan működnek ezek a személyiségelemek együtt. Vegyük például az „önálló döntéshozókat”, akik jó érzékkel képesek befolyásolni a kimeneteket. Ha úgy vélik, a

piacot a véletlen vezérli, kockázatkerülők lesznek. De ha úgy látják, a piaci eredmények a hozzáértés és szakértelem gyümölcsei, akkor magas kockázatvállalási hajlammal fognak rendelkezni.

Kutatásunk szerint azok a befektetők, akik magas kockázatvállalási hajlamot mutatnak, olyasvalakik, akik célokat tűznek ki, és hisznek abban, hogy uralkodnak a környezetükön, és képesek befolyásolni a végeredményt. Ezek a személyek a tőzsdét egy bizonytalan kimenetelű helyzetnek látják, ahol a pontos információk és ésszerű választások elsőrangú eredményeket hoznak. Nem emlékeztet ez minket valakire? Hogyan jellemeznék Warren Buffettot? Hogyan jellemeznék saját magukat?

## A FÓKUSZ-STRATÉGIÁT ALKALMAZÓ BEFEKTETÉS PSZICHOLÓGIÁJA

Mindaz, amit a befektetésről és a pszichológiáról tanultunk, Warren Buffett személyében egyesül. Inkább saját kutatásaiban bízunk, mint a szerencsében. Cselekedetei gondosan kigondolt célokból erednek, és a rövid távú események természetesen nem ingatják meg. Tisztában van a kockázat valódi alkotóelemeivel, és magabiztosan vállalja a következményeket.

Jóval azelőtt, hogy a magatartás-tudományi pénzügyek elnevezés megszületett volna, néhány renegát, mint Warren Buffett és Charlie Munger már ismerte és elfogadta ezeket a tanokat. Charlie rámutat, hogy mikor ő és Buffett elvégezték az egyetemet, és „beléptek az üzleti életbe, a szélsőséges irracionális számos megjósolható viselkedésmintájával találták szemben magukat”.<sup>13</sup> Nem az időzítés előrejelzéséről beszél, hanem arról az elvről, hogy amikor az irracionális jelentkezik, akkor ez a rákövetkező viselkedés megjósolható mintáihoz vezet.

Buffettot és Mungert leszámítva a befektetési szakértők jelentős része csak az utóbbi időben kezdett komolyabb figyelmet szentelni a pszichológia és a pénzügytan e közös területének. Az ebben a fejezetben összefoglalt gondolatok Önök közül so-



kak számára az új ismeretek elsajátításának pusztán élvezete miatt is hasznosak. De sokkal többről van szó.

A befektetéseket övező érzelmek nagyon valóságosak, abban az értelemben, hogy az emberek cselekedeteit befolyásolják, ennél fogva végső soron a piaci árfolyamokra hatnak. Biztosra veszem, hogy az olvasó megérti azt a két okot, amiért oly fontos az emberi mozgatóerők figyelembevétele a saját befektetésük szempontjából:

1. elősegíti a leggyakoribb hibák elkerülését,
2. képessé válunk idejekorán felismerni mások hibáit ahhoz, hogy hasznot húzhassunk belőle.

Mindannyian ki vagyunk téve egyes tévítéletek veszélyének, amelyek személyes sikerünket is befolyásolhatják. Mikor több ezer vagy több millió ember hoz téves döntést, a közös hatás káros irányba mozdíthatja el a piacot. Amikor olyan erős a kísértés a tömeg követésére, a hibás szemléletmódok csak felerősítik egymást. Az irracionális viselkedés háborgó tengerén könnyen lehet, hogy csak azon kevesek lesznek a túlélők, akik racionálisan cselekszenek.

A sikeres fókusz-stratégiát alkalmazó befektetéshez megfelelő alkat szükséges. Az út mindig rázós, és a helyes ösvény kiválasztása gyakran ellentétes az ösztöneinkkel. A tőzsdén tapasztalható örökös felhajtás nyugtalaníthatja a befektetőt, és arra sarkallhatja, hogy irracionális módon cselekedjék. Résen kell lennünk ezeket az érzelmeket illetően, és fel kell készülnünk arra, hogy akkor is értelmesen cselekedjünk, mikor az ösztöneink erősen az ellentétes irányba hatnak. De mint megtanultuk, a jövő elegendő mértékben megjutalmazza a fókusz-stratégiát alkalmazó befektetőket ahhoz, hogy ne legyen kétséges, megéri megtenni ezeket a komoly erőfeszítéseket.

## Jegyzet

Mottó: Andrew Kilpatrick: Of Permanent Value: the Story of Warren Buffett. (Birmingham, AL: AKPE Publisher, 1998.), 683. o.

- 1 *Outstanding Investor Digest*, 1995. augusztus 10., 11. o.
- 2 Benjamin Graham: *The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel*. (New York: Harper & Row, 1973.), 106. o.
- 3 Uo., 107. o.
- 4 Fuerbringer: Why Both Bulls and Bears Can Act So Bird-Brained? *The New York Times*, 1997. március 30., 3. rész, 6. o.
- 5 *Outstanding Investor Digest*, 1995. május 5., 51. o.
- 6 Fuerbringer.
- 7 Brian O'Reilly: Why Can't Jhonny Invest? *Fortune*, 1998. november 9., 73. o.
- 8 Jonathan Burton: It Just Ain't Rational. *Fee Advisor*, 1996. szeptember/október, 26. o.
- 9 Fuerbringer.
- 10 D. G. Pruitt: The Walter Mitty Effect in Individual and Good Risk Taking. *Proceedings of the 77<sup>th</sup> Annual Convention of the American Psychological Association* 4 (1969.), 425-436 o.
- 11 J. W. Atkinson-R. Bastian-W. Earl-G. H. Litwin: The Achievement Motive and Goal Setting, and Probability Preference. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 60 (1960. november), 27-36. o.; J. W. Atkinson-G. H. Litwin: The Achievement Motive and Test Anxiety Conceived as a Motive to Avoid Failure. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 60 (1960. november), 52-63. o.
- 12 L. W. Littig: Effect of Skill and Chance Orientation on Probability Preferences. *Psychological Reports*, 10. (1962.), 72-80. o.
- 13 Kilpatrick: 683. o.



## A piac mint komplex rendszer

„Régi igazság, hogy a részvényárfolyam alakulására vonatkozó előrejelzések egyetlen haszna, hogy mellettük sikeresebbnek tűnnek a jósok.”

*Warren Buffett*

**B**árki, aki valameddig figyelte Warren Buffettot tudja, hogy határozott álláspontja van az előrejelzést illetően: felesleges időpazarlás. Akár a gazdaság, akár a piac vagy egyes részvények árfolyamáról van szó, Buffett szilárdan hiszi, hogy a prognózisoknak nincs szerepük a befektetési döntések során. Negyven év alatt hatalmas vagyont gyűjtött, és páratlan eredményeket ért el mindössze azzal, hogy jövedelmező vállalatokba fektetett be, miközben óvakodott a megtévesztő körülményektől, amik akkor keletkeznek, ha a befektetőknek rögeszméjévé válik a piac jövőbeli tendenciájára vonatkozó találgatás. „Az a tény, hogy az emberek kapzsiak, áthatja őket a félelem és az ostobaság, megjósolható” – mondja Buffett. „A sorrend azonban nem.”<sup>1</sup>

Buffett sok követője számára is vitatható a piaci előrejelzés. Következétesen befektetnek, anélkül hogy az újra és újra felbukkanó „jövendőmondók” megzavarnák munkájukat. Azonban sokkal több az olyan befektető, aki a jó indíttatás ellenére sem tud ellenállni a látnoki képességet ígérő előrejelzések csábításának.

A történelem folyamán az embereket mindig elbűvölték az olyan személyek elképzelések, vagy módszerek, amelyek azt



állították, képesek előre látni a jövő eseményeit. Mágusok, jóvendőmondók, vajákosok és kuruzslók, tenyérjósok, piaci időzítők és gazdasági előrejelzők milliók figyelmét kötötték le egyszerűen azzal, hogy azt mondták: „Ma megmondom neked, mi fog történni holnap.” Noha a történelem telis-tele van azok hulláival, kiket először dicsőítettek, majd később elpusztítottak, az igazmondók hosszú sorokban érkeznek, hogy elfoglalják helyüket, azzal a tudattal, hogy lelkes közönségre találhatnak.

Ha ma valaki rendelkezne a holnapi újságokkal, az egyértelmű pénzügyi előnyhöz jutna, de az a véleményem, hogy a jövő kifürkészésének ellenállhatatlan vágya ennél sokkal bonyolultabb. Azt gyanítom, nekünk embereknek alapvető pszichológiai szükségletünk, hogy tudni akarjuk, mit tartogat a jövő számunkra. Talán az gondolat, hogy nem tudjuk mi van előttünk, olyan elviselhetetlen, hogy szükségképpen vonzódunk bárkihez és bármihez, ami ezt meg tudja mondani. Ennek a pszichológiai gyengeségnek a vizsgálatát nem árt hozzáadni a Charlie Munger-féle modellrendszerhez.

Ne feledjük, Buffett nem azt mondja, hogy a jövő megjósolhatatlan. Végül is a piac előbb-utóbb megjutalmazza azon vállalatokat, amelyek képesek növelni a részvények értékét. Mindössze azt nem tudjuk pontosan, hogy ez mikor fog bekövetkezni. Azt is nyugodtan megjósolhatjuk, hogy a részvényárfolyamok továbbra is ingadozni fognak. Csak azt nem tudjuk, hogy jövőre magasak vagy alacsonyak lesznek. Ahhoz, hogy hasznot húzzunk a *The Warren Buffett Way* című könyvből, nem szükséges pontosan tudnunk, mit hoz a közeljövő. Mindössze az a lényeg, hogy tudjuk, mi vettük meg elsőként a megfelelő részvényt. Ezután már nyugodtan hátradőlhetünk, a választásunk előbb-utóbb meghozza gyümölcsét.

Ha Ön azok közé tartozik, akik a piaci előrejelzések kérdését régen maguk mögött hagyták, előrelapozhat a könyvet lezáró fejezethez. Azok viszont, akik időnként engednek az előrejelzések csábításának, szánják rá az időt, és olvassák el ezt a fejezetet, amely remélem, minden olyan elképzelést eltemet, ami szerint a piac rövid távú elmozdulásának megjóslása szükséges vagy hasznos.

8.1. táblázat. A kamatlábak megjósolásának problémája

WSJ közgazdászok felmérése (előrejelzés: harmincéves államkötvények)							
Előrejelzés dátuma (év/hó)	A kapott előrejelzés (%)	Valós szint (%)	Előrejelzés iránya (év/hó)	Előrejelzés dátuma (év/hó)	A kapott előrejelzés (%)	Valós szint (%)	Előrejelzés iránya (év/hó)
82/6	13,05	13,92		89/12	8,12	7,97	rossz
82/12	13,27	10,41	jó	90/6	7,62	8,40	rossz
83/6	10,07	10,98	rossz	90/12	8,16	8,24	jó
83/12	10,54	11,87	rossz	91/6	7,65	8,41	rossz
84/6	11,39	13,64	rossz	91/12	8,22	7,39	jó
84/12	13,78	11,53	rossz	92/6	7,30	7,78	rossz
85/6	11,56	10,44	rossz	92/12	7,61	7,39	jó
85/12	10,50	9,27	rossz	93/6	7,44	6,67	rossz
86/6	9,42	7,28	rossz	93/12	6,84	6,34	rossz
86/12	7,41	7,49	jó	94/6	6,26	7,61	rossz
87/6	7,05	8,50	rossz	94/12	7,30	7,87	rossz
87/12	8,45	8,98	rossz	95/6	7,94	6,62	rossz
88/6	8,65	8,85	jó	95/12	6,60	5,94	jó
89/6	9,25	8,04	rossz				

Megjegyzések: 1. közgazdászok hat hónapos állagos előrejelzése; 2. a *Wall Street Journal* féléves felmérése és 3. 31-ből mindössze 9 esetben volt helyes az előrejelzés iránya.

Adatok forrása: *Wall Street Journal*, 1998. június 30.



### Az előrejelzés veszélyei

Egy rövid példa arra, hogy milyen veszedelmes vizeken kell az előrejelzések készítőinek manőverezniük:

Egy tizenhat éves időszakban vizsgáltuk a harmincéves államkötvények kamatainak féléves előrejelzését (lásd a 8.1. táblázatot). Nemcsak hogy a 31 előrejelzésből egy sem egyezett a valódi kamattal, de elképesztő módon a 31-ből 22 esetben az előrejelzés a változás *irányát* sem találta el.

## A KLASSZIKUS ELMÉLET

A klasszikus közgazdaságtan azt mondja, hogy a piacok és a gazdaságok egyensúlyi rendszerek, ami azt jelenti, hogy természetes állapotukban egyensúlyban vannak. A keresletre és a kínálatra, az árra és a mennyiségre ható egymással ellentétes erők ellenére a gazdaság mindig képes az egyensúlyi állapot elérésére. Ez a száz évvel ezelőtt, Alfred Marshall által megfogalmazott közgazdasági elmélet még ma is meghatározza a közgazdasági gondolkodást. Michael Mauboussin a Columbia Egyetem Business Scholljáról kifejti, hogy a marshalli szemlélet „abból az elképzelésből származik, miszerint a közgazdaságtan az ok és okozat közt meghatározható kapcsolatot és hallgatólagosan megjósolhatóságot feltételező newtoni fizikához hasonlatos”.<sup>2</sup>

A modern tudomány, amely kezdete tulajdonképpen négyszáz évvel ezelőttre tehető, azon a feltételezésen alapszik, hogy a természetet egyetemes törvények irányítják. Ilya Prigogine, Nobel-díjas fizikus szerint a tudomány ezen szemlélete azon a meggyőződésen alapul, hogy a jövő a jelenből következik, és a jelenlegi adatok gondos tanulmányozásával egyértelműen meghatározható. Természetesen ez a nézőpont nem több, mint elméleti lehetőség. Viszont lehetővé tette a tudósok számára, hogy a jelenségek világát felváltsa azok magyarázata.

A modern tudomány a determinizmusban gyökerezik, világít rá Karl Popper, a híres angol tudományfilozófus. Azt mondja, hogy a tudományos determinizmus „annak eredménye, hogy Isten fogalmát felcserélték a természettel, és az isteni törvény fogalmát a természeti törvénnyel. A természet vagy talán a természet törvénye mindenható és mindentudó (omnipotens és omnisciens), – mindent előre meghatároz. Istennel szemben, aki kifürkészhetetlen, és talán csak a kinyilatkoztatás útján ismerhető meg, a természet törvényei felfedezhetők az emberi értelem és tapasztalat által. Így, ha ismerjük a természeti törvényeket, a jelenlegi adatokból pusztán racionális módszerekkel megjósolhatjuk a jövőt.”<sup>3</sup>

Isaac Newton volt az első modern determinisztikus tudós. A nevéhez fűződő gravitációs elmélet létrehozta a fizika magját alkotó mechanikát, és ezzel olyan paradigmát alkotott, melyet azóta is követni próbál a tudományos felfedezés. Nem kétséges, hogy a felfedezés newtoni modellje nagyon hatásos. Évszázadokon keresztül lehetővé tette a tudósok számára, hogy újabb és újabb területeken vessék meg a lábukat.

Isaac Newton világában az univerzum olyan mechanikus és megjósolható, mint egy óra. A fizikusok, biológusok és kémikusok évszázadokon keresztül olyan modelleket alkottak, amelyek a newtoni rend szemléletét tükrözték vissza. Az angol fizikus, James Clark Maxwell szerint: „a determinizmus híveit mindig az a tény befolyásolta, hogy a fizikusok, különösen a szószólóik azokra a problémákra irányították a figyelmet, amelyek megerősítették az óramű jellegű univerzum képzetét.”<sup>4</sup>

Ami manapság sok tudósnak gondot okoz, hogy a newtoni keret nem teszi lehetővé, hogy olyannak lássuk a világot, amilyen. A klasszikus newtoni fizika, amely mechanikai törvényekből áll, túl merevnek tűnik ahhoz, hogy leírja az élet változatosságát. Félreértés ne essék, a newtoni törvények tényleg nagyon jól leírják az égitestek mozgásának pályáját, ám ha a sejtosztódást, az immunrendszert vagy az emberi lények viselkedését akarjuk leírni, akkor a newtoni mechanikus módszer nem elegendő. Úgy tűnik, a tudomány klasszikus törvényei nem segítik az előrehaladást az élet alaposabb megismerésében.



A tudósok sokáig óvakodtak az olyan jelenségek vizsgálatától, amelyeket nehéz összeegyeztetni a newtoni szemlélettel. A tudósok ezen csoportja megmaradt az egyensúlyban lévő világ állapotában. A genetikus Richard Lewontin szerint „ezek a tudósok a platonisták, a híres athéni filozófus után, aki azt állította, hogy a körülöttünk található rendetlen, tökéletlen tárgyak pusztán a tökéletes archetípusok, az ideák tükörképei”.<sup>5</sup> Lewontin szerint létezik a tudósok egy másik csoportja, akik a világot folyamatos változásként látják, az anyagi alkotórészek végtelen körforgásában. Lewontin hérakleitosziánusoknak nevezte őket, az ioni filozófus után, aki költőien és szenvedélyesen azt állította, hogy a világ „szakadatlan változásban van”.<sup>6</sup> Hérakleitosz, aki kétszáz évvel Platón előtt élt, megfigyelte, hogy „amikor másodszor lépsz ugyanabba a folyóba, már más víz folyik benne”, amely állítást Platón úgy fogalmazott át, hogy „soha nem léphetsz kétszer ugyanabba a folyóba”.<sup>7</sup>

„Mikor elolvastam Lewontint – mondja Brian Arthur stanfordi közgazdász –, valóságos megvilágosodás volt számomra. Mint mikor végül kristálytiszttá válik, mi is volt ez valójában. Azt gondoltam magamban: Ez igen! Végre kezdünk ki-gyógyulni Newtonból”.<sup>8</sup>

Brian Arthur, aki a matematikában és a közgazdaságtanban is jól képzettnek számít, évekig küzdött, hogy összeegyeztesse nézeteit más közgazdákéival, akik még mindig a marshalli szemléletet képviselték. A rejtély megoldása nem a legrangosabb egyetemek elefántcsonttornyaiban található, sem New York felhőkarcolóiban, a világ kereskedelmi központjában. A megoldás a legváratlanabb helyen bukkant fel – a Sangre de Cristo hegységben, Új-Mexikóban.

## A SANTA FE INTÉZET

Santa Fe gyönyörű városában, öreg vályogházak és modern művészeti galériák mentén, egy dombtetőn áll egy látványos épület, amely egykor magánrezidenciaként szolgált. Ma ez ad

otthont egy figyelemre méltó, komplex kutatásokat szervező központnak, a Santa Fe Intézetnek.

Talán a ritka levegő, a meglepően kék ég vagy a sivatagban szétporladó vörös hegyek lélegzetelállító látványa teszi, hogy akik Santa Fébe látogatnak, intenzívebben tudnak gondolkodni. Bármilyen oka is, az intézet a legjobb helynek tűnik a tudósok számára, akik azért gyűltek össze, hogy magukról az elméletekről gyártsanak elméleteket. A Santa Fe Intézet tudósai nem a szokványos formában művelik a tudományt. Szabadon cserélgetik egymás közt az információkat, annak érdekében, hogy az élet megértésének egy új módját alkossák meg.

A Los Alamos Laboratórium korábbi kutatási vezetője, George Cowan által 1984-ben alapított Santa Fe Intézet egy multidiszciplináris szervezet, amely fizikusokból, biológusokból, immunológusokból, pszichológusokból, matematikusokból és közgazdászokból áll. Sokan Nobel-díjasok, vagy jelentős elismerést vívtak ki területükön; mindannyian egységesek abbéli törekvésükben, hogy meghatározzák a komplex alkalmazkodó rendszerek működésének alapelveit. Nem korlátozzák magukat egy-egy területre. A tudósokat arra bátorítják, hogy megosszák elméleteiket és elképzeléseiket más területen dolgozó társaikkal. Santa Fében könnyen előfordulhat, hogy a hangyák kommunikációs módszereiről szóló előadással párhuzamosan egy vitát is hallhatunk arról, miképp terjed az információ a gazdasági piacon. Noha sokaknak homályosnak tűnhet a kapcsolat, a komplexitással foglalkozó tudósok sok hasonlóságot fedezhetnek fel.

A bennünket körülvevő világban számos példát találunk komplex rendszerekre. A sejtek, fejlődő embriók, agyak, immunrendszerek, központi idegrendszerek, ökológiák és hangyakolóniák mind komplex rendszerek. A komplexitás fogalmának nincs pontos jelentése. Ilya Prigogine úgy definiálja a komplex rendszereket, mint akik nagyszámú, egymásra kölcsönösen ható alkotórészből állnak. Az egyszerű rendszerek, mint egy gravitáció hatása alatt álló tárgy vagy inga, nagyon kevés mozgó részt tartalmaznak. Azonban, mondja Prigogine, sok mozgó rész önmagában még nem minősít egy rendszert komplexnek. Egy köbcentiméter gáz több millió összeütköző és minden lehetséges irányba visszapattanó molekulát tartalmazhat, de a tudósok



inkább molekuláris káosznak tekintik, mint komplex rendszernek. A káosz, ez a túlságosan is sokat használt kifejezés, amely népszerűségének csúcsát évekkel ezelőtt érte el, olyan rendszerekre vonatkozik, amely rendetlenül viselkedik, ahol a részecskék összevissza mozognak.

A Santa Fé-i tudósok elfordították figyelmüket a káoszról, ehelyett a komplex rendszerekre összpontosítottak. A komplex rendszerek, mint tudjuk, a káosz és a mechanikai rend felbomlásának határán helyezkednek el. A komplex rendszereket talán könnyebb volna a viselkedés, mint a rendszer szempontjából megközelíteni, mondja Prigogine. Hiszen a komplex rendszerek viselkedésének tanulmányozása az, ami végül is elősegítheti, hogy megértsük, mi is a komplexitás.

1987-ben húsz vendéget hívtak meg a Santa Fe Intézetbe, hogy megvitassák a komplex rendszerek gazdaságtanát. A Nobel-díjas Kenneth Arrow tíz elméleti közgazdászt hívott meg, míg Philip Anderson, aki fizikai Nobel-díjas, tíz másik tudóst választott ki a fizika, biológia és számítástechnika területéről. A találkozó célja az volt, hogy serkentsék a közgazdasági gondolkodás új módjait. Az előadások és eszmecserék során a fizikusok az egyensúlyi rendszerekről és a játékelméletről tanultak, a közgazdák pedig megpróbálták megérteni a boole-i rendszereket és a genetikai algoritmusokat. Tíznapos kemény munka után a csoport feloszlott, de előtte még meghatározták a gazdaság három fontos jellegzetességét.<sup>9</sup>

Először is, a gazdaság számtalan, egymással párhuzamosan cselekvő „ügynök” hálózataként modellezhető. Egy embrió olyan, mint ahol az ügynökök a sejtek. Mind a sejtek, mind az emberek olyan környezetben léteznek, amely más ügynökök kölcsönös egymásra hatásaként jött létre. A sejtek és az ügynökök folytonosan reagálnak arra, amit más ügynökök tesznek a rendszerben, így a környezet soha sincs nyugalomban.

Másodszor, a gazdaság irányítása nagymértékben decentralizált. A sejtek közt nincs „főnök”, és a gazdaságban sincs központi irányítás. Igaz, a gazdaságban ott van a jegybank (Federal Reserve) és a politikusok, akik módosíthatják az adókat és szabályozásokat, de a teljes gazdaság gyakran milliónyi egyén (ügynök) mindennapos döntéseinek eredménye. A gazdaság

egészének viselkedése az ügynökök közti verseny és együttműködés révén jön létre.

Harmadszor, amit a komplex rendszerek lényeges jellemzőjének tekintenek, a rendszer ügynökei felhalmozzák a tapasztalatokat, és alkalmazkodnak a változó környezethez. Tudjuk, hogy az élő szervezetek egymásra következő generációi az evolúció során átrendezik a szöveteiket; az emberek is így alkalmazkodnak és tanulnak a tapasztalataikból a világban. Ez a jellemző olyan fontos, hogy manapság a komplex rendszerekre rendszerint „komplex alkalmazkodó rendszerként” hivatkoznak.

Most már könnyen érthető, hogy a komplex alkalmazkodó rendszerek előzőekben részletezett tulajdonságai miatt miért lehetetlen a gazdaság számára az egyensúlyi állapot elérése. A folyamatosan változó, reagáló és tanuló ügynökök miatt bizonyos, hogy a gazdaság soha nincs nyugalmi állapotban. Néhány tudós szerint, ha a gazdaság elérné az egyensúlyt, az nemcsak stabil, hanem halott is lenne.

Hagyományos matematikai megközelítés, ideértve a differenciál- és integrálszámítást, valamint a lineáris algebrát, nagyon jól alkalmazható fix környezetben lévő, változatlan részecskék tanulmányozására. A newtoni módszer még mindig működik az ismételhető, mechanikus világban, de használhatatlan azok számára, akik a komplex alkalmazkodó rendszereket szeretnék megérteni. A gazdaság, a tőzsde vagy más komplex alkalmazkodó rendszerek megértéséhez a kísérleti matematika és a nemlineáris algebra felé kell fordulnunk.

## AZ EL FAROL-PROBLÉMA

El Farol a Santa Fe Intézet közelében lévő bár, ahol csütörtök esténként ír muzsikát játszanak. Brian Arthur, aki most az intézet közgazdaságtan-professzora, Belfastban született, és ott is nőtt fel, szeretett eljárni az El Farolba, hogy a kedvenc muzsikáját hallgassa. Azonban volt egy zavaró körülmény. Esetenként az El Farol tömve volt lármás részegekkel, akiket Arthur



szeretett volna elkerülni. Miután hétről hétre el kellett dönteni, hogy elmegy-e a bárba vagy sem, ez arra vezette, hogy alkotott egy matematikai elméletet, amelyet az „El Farol-problémának” nevezett el. „A komplex alkalmazkodó rendszer minden jegyét magán viseli” – mondta Arthur.<sup>10</sup>

Tegyük fel, hogy 100 ember van Santa Fében, aki szeret az El Farolba járni zenét hallgatni, de egyikük sem akar elmenni, ha a bár tele van. Tegyük fel továbbá, hogy a bár minden héten közzé teszi a csütörtök esti látogatottságát. Az elmúlt tíz héten a számok a következőképp alakultak: 15, 18, 83, 66, 45, 67, 56, 88 és 37. A zenerajongók ezeket a múltbeli adatokat használhatják fel, hogy megbecsüljék, a következő héten hányan lesznek a bárban. Néhányan úgy kalkulálhatnak, hogy nagyjából ezen a héten is ugyanannyi ember fog eljönni, mint a múlt héten (37 vendég). Mások talán az előző tíz hét átlagát veszik (55 vendég), vagy egy rövidebb, négyhetes időszakot tekintenek (62 vendég).

Most tegyük fel, hogy mindenki, aki az El Farolba készül, akkor megy el, ha úgy becsüli, hogy aznap este 60-nál kevesebben lesznek. Mind a száz ember egymástól függetlenül dönt, azt a módszert használva, amely a legpontosabbnak tűnt az elmúlt néhány hét folyamán. Mivel mindenki másképp jósol, egy adott csütörtök este néhányan elmennek a bárba, mások otthon maradnak, mert az ő modelljük azt jósolta, hogy aznap 60-nál többen lesznek ott. A következő napon az El Farol közzé teszi az új látogatottsági adatokat, és az ír zene száz kedvelője továbbfejleszti a modelljét, és felkészül a következő heti jóslásra.

Az El Farol-folyamatot a „jósmódszerek ökológiájának” is nevezhetnénk – fejt ki Arthur. Ezt alatt azt érti, hogy egy adott időpontban a jósmódszerek egy halmazát „élőnek” vélhetjük, ha legalább az egyiket használják közülük, míg más jósmódszerek „halottak”. Idővel egyes módszerek „életre kelnek”, mások „meghalnak”.

Az El Farol-probléma vajon csak elméleti feltételezés, amely a komplex alkalmazkodó rendszerre vonatkozó jóslás nehézségeinek megértését hivatott elősegíteni, vagy tényleg létezik a piacon manapság?

A Merrill Lynch minden évben közvélemény-kutatást végez intézményi befektetők egy csoportján a részvények kiválasztását befolyásoló tényezőkkel kapcsolatban. A megkérdezés a különböző modellek népszerűségében az előző évihez képest bekövetkezett változásokat is megvilágítja. A Merrill Lynch 1989 óta végzi ezt a felmérést, és ez alatt az időszak alatt mind a részvények kiválasztására használt modellek, mind az azokra helyezett hangsúly megváltozott.

A közvélemény-kutatás eredményeit tartalmazó Merrill Lynch intézményi felmérésben huszonhárom modellt rendeznek sorba a népszerűség alapján: 1., 2. sajáttőke-arányos nyereség, 3. korrigált nyereség, 4. piaci ár/pénzáramlás arány, 5. ötéves profitnövekedésre vonatkozó előrejelzés, 6. saját tőke/idegen tőke arány, 7. az (egy részvényre jutó) nyereség stabilitása, 8. a versenytársakhoz viszonyított erősség, 9. árfolyam/nyereség arány (P/E), 10. piaci érték/könyv szerinti érték arány, 11. elemzői vélemények változása, 12. a nyereség változékonysága, 13. osztalék-jelenérték modell, 14. piaci érték/árbevétel aránya, 15. népszerűtlen (nem divatos) részvények, 16. béta, 17. nyereség előrejelzések szóródása, 18. osztalékhozam, 19. nyereség bizonytalansága, 20. külföld kockázata, 21. méret, 22. alacsony részvényárfolyam, 23. kamatláb-érzékenység. Világos, hogy akár a részvényárfolyamok jövőbeli alakulását, akár csütörtök este az El Farolba látogató vendégek számát akarjuk megbecsülni, számtalan módon alkothatunk modelleket.

Ha a Merrill Lynch felmérésében elkülönítjük az elmúlt kilenc év öt legjobb modelljét, megjelenik az El Farol-probléma. Noha a legkövetkezetesebben népszerű modell a rendkívüli nyereség, a többi modellt változó mértékben használták. A sajáttőke-arányos nyereség például 1997-ben a második volt a népszerűségi skálán, viszont az azt megelőző években kisebb népszerűségnek örvendett. Ellenben a nyereség stabilitása, amely 1989–1993 közt népszerű volt, mostanában kevésbé kedvelt. 1989-ben, mikor a Merrill Lynch elkezdte a felmérést, a megkérdezett befektetők több mint fele megemlítette az osztalékhozam jelentőségét a részvényeik kiválasztásában; ma mindössze 12 százalékuk helyez hangsúlyt az osztalékokra a döntési folyamat során.



8.2. táblázat. Merrill Lynch intézményi felmérés 1989–1997

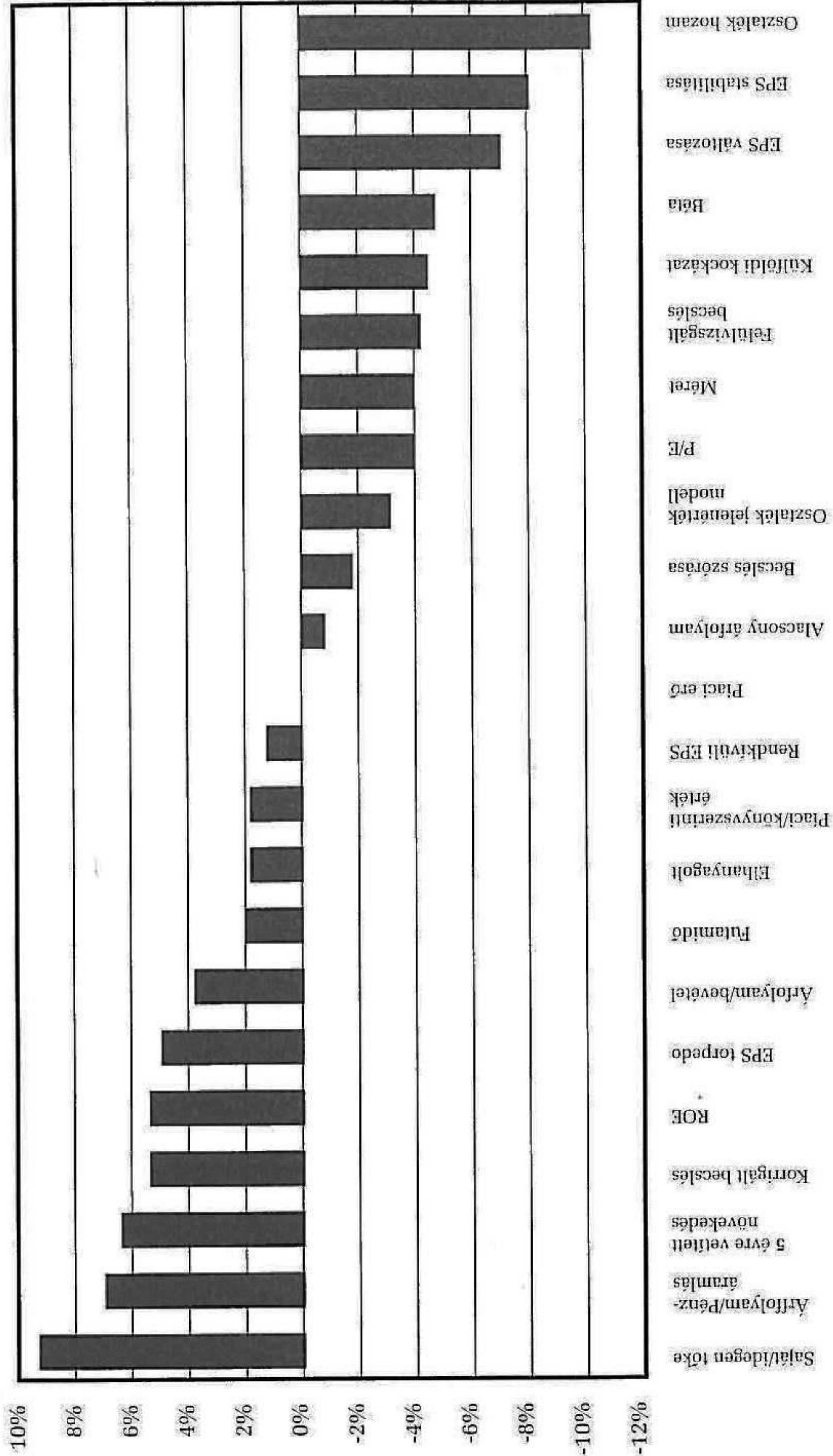
Tényezők	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989
EPS, rendkívüli	1	1	1	1	1	2	3	1	1
ROE <sup>a</sup>	2	4	4	4		1	4		
Korrigált nyereség	3	2	2	2	2				
Árfolyam/pénzáramlás	4	5	3	3	4	5		3	4
5 évre vetített növekedés	5		5	5					
EPS <sup>b</sup> stabilitása		3			3	4	2	2	2
Osztalék-jelenérték modell					5			5	5
Piaci/könyv szerinti érték						3		4	3
Saját/idegen tőke							1		
Nyereséghozam							5	5	

- 1 – Legnépszerűbb modell  
2 – Második legnépszerűbb modell  
3 – Harmadik legnépszerűbb modell  
4 – Negyedik legnépszerűbb modell  
5 – Ötödik legnépszerűbb modell

Megjegyzések:

<sup>a</sup> ROE (return on equity): sajáttőke-arányos hozam

<sup>b</sup> EPS (earning per share): egy részvényre jutó nyereség



8.1. ábra. A felhasznált tényezők változásai: 1997 vs. 1996  
Százalékpontos különbségek a felmérés eredményében  
Az adatok forrása: Merrill Lynch Quantitative Analysis.



A Merrill Lynch felmérése jó példa Arthur jósmodelljének ökológiájára. Láthatjuk, hogy egyes modellek kihaltak, ugyanakkor újak is születtek az évek során. Bár a 8.2. táblázat a modellek lassú időbeli változását mutatja, a 8.1. ábra, amely a népszerűség éves változását követi nyomon, sokkal erőteljesebb elmozdulásokat mutat az egyéni preferenciákban. Például a saját tőke/idegen tőke arány, a piaci érték/pénzáramlások aránya, valamint az öt évre előre jelzett növekedés modellje mind évről évre folyamatosan előrébb került a népszerűségi listán, míg az osztalékhozam, a nyereség stabilitása és a nyereség változékonysága veszített népszerűségéből.

Richard Bernstein, a Merrill Lynch kvantitatív kutatásainak vezetője, azt a következtetést vonja le az intézményi felmérésekből, hogy „az eredmények hasznos becslései annak, hogy mely stratégiák váltak népszerűbbé az utóbbi években, és melyek idejétmúlttá”. Az eredmények azonban egyúttal nyugtalanítják is Bernsteint. „Amit a múltban szignifikánsnak találtam az az, hogy míg sok portfóliókezelő azt állítja, nagyon fegyelmezett módon állnak a befektetéshez, nyilvánvaló, hogy a részvényki-választás módja drámai változásokon megy keresztül.”<sup>11</sup>

## A VÁLASZTÁS HÁROM FOKOZATA

Az El Farol látogatói ugyanazzal a problémával szembesülnek, mint akik részvényeket akarnak kiválasztani: a lehető legpontosabb előrejelzés elkészítéséhez teljes mértékben tisztában kell lennünk azzal, hogy a tényleges eredményeket mások előrejelzései határozzák meg. Ez ugyanaz a probléma, mint amire John Maynard Keynes hatvan évvel ezelőtt rámutatott.

„A szakmai befektetést azokhoz az újságokban közzétett versenyekhez lehetne hasonlítani, ahol a versenyzőknek száz fénykép közül kell kiválasztani a hat legszebb arcot, a díjat pedig az a versenyző kapja, akinek a választása leginkább megfelel a versenyzők átlagos preferenciáinak; tehát a versenyzőknek nem azokat az arcokat kell kiválasztaniuk, amelyeket személy szerint a legszebbnek találnak, hanem azokat, amelyek vélemény-

nyük szerint a legnagyobb valószínűséggel nyerik meg a többiek tetszését, akik mind ugyanezen szempontból vizsgálják a problémát.”

Mintha az arra való kísérlet, hogy „a tömegnél jobban eltaláljuk, hogyan fog viselkedni a tömeg”, nem volna önmagában elég nehéz, Keynes még egy további változóval bonyolítja a feladatot. „Nem arról van szó, hogy azokat kell kiválasztani, akik valaki legjobb megítélése szerint tényleg a legszebbek, sőt nem is azokat, akiket az átlagos vélekedés őszintén a legszebbnek tart” – mondta Keynes. „Elértük a harmadik fokozatot, ahol annak szenteljük szellemi képességeinket, hogy előrejelezzük, mire számít az átlagos vélekedés az átlagos vélekedés alakulását illetően.”<sup>12</sup>

Ez a szépségverseny-hasonlat ugyanazt a kérdést veti fel, amivel az El Farol törzsvendégei és az egyes befektetők szembesülnek: ma nem az számít, mit gondolunk, mi fog történni a piacon vagy a gazdaságban, hanem az, hogyan vélekedünk arról, hogy mit fog gondolni a legtöbb ember a piacról. Buffett tisztában van mindezzel. „Az egész felfordulást a »szakmai befektetőknek« köszönhetjük, akik többmilliárdos tőkét kezelnek” – mondja Buffett. „Ahelyett, hogy arra fókuszálnának, hogyan teljesítenek a cégek a következő években, számos nagynevű befektetéskezelő arra összpontosítja figyelmét, várhatóan mit tesznek más befektetéskezelők az elkövetkező napokban.”<sup>13</sup>

Azt hiszem, Brian Arthur El Farol-hasonlata pontosan illik arra, ami a tőzsdén történik. Azonban, még ha meg is tudjuk állapítani, hogy a piac egy komplex alkalmazkodó rendszer, akkor sem jutunk közelebb az ilyen rendszerek viselkedésének előrejelzéséhez. De a Santa Fe Intézetben továbbra is próbálkoznak. John Hollanddal az intézet egy másik kutatójával együttműködve Arthur számítógép segítségével létrehozott egy mesterséges tőzsdét több száz ügynökkel. „Ezek a kis fickók képesek tanulni abból, melyik stratégiájuk működött a legjobb eredménnyel” – magyarázza Arthur. „Miközben tanulnak, változtatják a stratégiájukat, amely módosítja a piac természetét.”<sup>14</sup>

Az emberi viselkedés tanulmányozásához nem szükséges egy teljes emberi lényt lemásolnunk. Manapság, nagy teljesítményű számítógépeket használva, lehetséges az egyének visel-



kedésének utánozása, maroknyi egyszerű szabályt követő digitális ügynökök alkalmazásával. Mindazonáltal még mindig nem fejlesztették ki azt a matematikai struktúrát, amely megoldja az El Farol-problémát. „Matematikai értelemben megrekedtünk” – mondja John Casti, matematikus és író, aki az intézet tagja. „Ez az egész területre jellemző. Nincs megfelelő matematikai keretünk, amelyen belül alapos vizsgálat alá vethetnénk a komplex alkalmazkodó rendszerek tulajdonságait.”<sup>15</sup>

Casti úgy hiszi, ma hasonló problémával állunk szemben, mint a tizenhetedik századi szerencsejátékosok, akik szeretnék volna elosztani egy befejezetlen kártyaparti tétjeit. Pascal és Fermat megoldotta a problémát, és kifejlesztett egy matematikai struktúrát, amelyet ma valószínűség-számításnak nevezünk. „A komplex rendszerek elmélete – mondja Casti – még mindig vár a maga Pascaljára és Fermatjára.”<sup>16</sup>

## BEFEKTETÉS EGY KOMPLEX VILÁGBAN

Benjamin Graham interdiszciplináris közelítéssel gondolkozott általában a világról és konkrétan a befektetésekről. Akik tanulmányozták Grahamet, tudják, hogy nemcsak jó pénzügyi szakember volt, hanem a filozófiát és a klasszikus irodalmi műveket is nagyra értékelte. Noha leginkább a részvényekbe történő befektetés elemzéséről ismert, a valuták és árupiacok tanulmányozásához is hozzájárult. A *Storage and Stability* és a *World Commodities and World Currencies* című munkái Graham széles látóköréről tanúskodnak. „Ben Graham nagyszerű tanár volt, és teljes egyéniség” – mondta Michael Mauboussin, aki ma a Grahamtól származó értékpapírelemzés-kurzust tartja. „A világ iránti interdiszciplináris csodálata nagymértékben kiszélesítette az értékpapírelemzés-előadások kontextusát.”<sup>17</sup>

A Columbiai Egyetemen Mauboussin professzor nemcsak pénzügyi alapmodelleket tanít, hanem más tudományterület modelljeit is. Ezáltal reményei szerint megvilágítja a hallgatók számára, hogy hogyan alkalmazhatók a multidiszciplináris modellek a befektetés világában. „Ahogy telik az idő, megváltozik a

világgazdaság és a társadalmi-gazdasági helyzet, ezért az elméleti modelljeinknek is fejlődniük kell” – fejtegeti Mauboussin. Harminc évvel ezelőtt a befektetésekkel kapcsolatos elméletekben semmilyen jelentős módon nem szerepelt a technológia. Mára a technológia szembetűnővé vált és ez – Mauboussin szerint – azt követeli tőlünk, hogy fejlesszük a modelljeinket, és így jobban megértsük a minket körülvevő világot. *On the Shoulders of Giants: Mental Models for the New Millenium* című munkája<sup>18</sup>, azt hivatott elősegíteni, hogy a diákok jobban meg tudják különböztetni a régebbi egyensúlyi modelleket a dinamikusabbaktól, abból a célból, hogy érzékeljék, hogyan is működik a világ valójában. „Az a sejtésem, hogy a komplex alkalmazkodó rendszerek nagyon hatékonyan szolgálják a tőkepiacok működésének megértését” – mondja Mauboussin, „Ha jobban megértik a komplex alkalmazkodó rendszereket, a befektetőknek sokkal több ismeretük lesz arról, hogyan is működnek a piacok valójában.”<sup>19</sup>

Fontos felismerni a különbséget a piac működésének elemzése és a piaci előrejelzésre irányuló törekvések közt. Egyre közelebb kerülünk a piac viselkedésének megértéséhez, de eddig még nem tettünk szert előrejelző képességre. A komplex alkalmazkodó rendszerek tanulsága, hogy a piac örökké változik, és konokul dacol az előrejelzésekkel.

„Úgy véljük, a gazdaság túlságosan összetett ahhoz, hogy jósolni lehessen” – mondja Bill Miller a Legg Masontól. „Soha nem fogjuk növelni egy portfólió értékét azáltal, hogy azt a gazdasági vagy a piaci előrejelzésekhez igazítjuk.”<sup>20</sup> Miller Buffetthoz hasonlóan soha nem hagyja, hogy az előrejelzések hatással legyenek az egyes részvényekről hozott döntéseire, viszont nem akadályozzák abban, hogy a piacok viselkedését tanulmányozza. „Tetemes időt fordítunk arra, hogy megpróbáljuk megérteni a piacokra vonatkozó legjobb tudományos gondolatmeneteket” – mondja Miller. „Részben a komplex alkalmazkodó rendszerek megértése segített minket, mivel azok a piacokhoz és a magatartás-tudományi pénzügyekhez is kapcsolódnak.”<sup>21</sup>

Bill Miller először James Gleick káoszelméletéről szóló cikkéből hallott a Santa Fe Intézetéről, aki tudományos témakörben ír



cikkeket a *New York Timesban*. Miller kíváncsivá vált, vajon a komplex rendszerek tanulmányozása révén tisztábban látja-e majd a befektetéseket. 1991-ben munkája során kapcsolatba került John Reeddel, a Citicorp elnökével, aki kezdeti támogatást biztosított az intézet gazdasági programjához.

Az a probléma a befektetési üzletággal, hogy mindenki ugyanabban a körben mozog, ugyanazokat a könyveket és tudományos értekezéseket olvassa. A befektetők mind ugyanazokat az információkat kapják, ugyanazokból a forrásokból. Miller a Santa Fe Intézetben a komplex alkalmazkodó rendszereket tanulmányozó tudósok cikkeit olvassa. „A kutatásaik gyakorlati felismerésekhez vezetnek a hozzám hasonló üzletembereknek” – mondja Miller. „Nem a kutatók feladata, hogy segítsenek minket a piaci átlagot felülmúlni, de szívesen beszélnek a munkájukról.”<sup>22</sup>

Miller, aki az intézet igazgatótanácsában tevékenykedik, ma úgy véli, a Santa Fében szerzett tapasztalatai új területeket nyitottak meg számára. „A gazdaság – mondja – az intézetben vizsgált más komplex alkalmazkodó rendszerekhez hasonlóan, egy sokügynökös környezethez hasonló, amelynek megvannak a maga szabályai, és amelyben ciklikus visszacsatolás érvényesül. Santa Fe ott kapcsolódik igazán ahhoz, amit csinálunk, mikor látjuk, hogy az intézet kutatói hogyan »sajátítják el« a rendszer alkotórészeit. Ez segített minket abban, hogy elhagyjuk az egyszerű modelleket, és sokkal kreatívabban gondolkodjunk a piac komplexitásáról.”<sup>23</sup>

A gazdaságot például gyakran tekintik egy dzsungelhez hasonló élőhelynek, ahol a versenyző felek keményen küzdenek egymással a piacon való fennmaradásért. Azonban az ökológusok feltárták, hogy számos példája létezik az első ránézésre ellenségeknek gondolt fajok békés együttélésének. Egy, a komplex rendszerekről az intézetben íródott könyvben az ökológusok rámutatnak arra, hogy két madár, amelyekről azt hitték, hogy ugyanazért az élelemforrásért versenyeznek, azonos fán élnek. Az egyik faj a magasabb ágakon marad, míg a másik az alacsonyabbakon fészkel.

Ennek olvasása során Millernek a számítógépipar jutott eszébe, a Dell és a Compaq közt fennálló küzdelem. „A Compaq

nem feltétlenül közvetlen versenytársa a Dell Computernek” – gondolta Miller. „A verseny mozgatóerői sokkal bonyolultabbak annál, ahogyan azt a legtöbben gondolják. Valójában mindkét vállalat különböző piaci igényeket elégít ki.”<sup>24</sup>

Miller szerint a befektetőknek a jelenlegi tőzsdéről is másféleképpen kell gondolkozniuk. Például: az S&P 500-as index most sokkal több technológiai vállalatot tartalmaz, egészen más pénzügyi jellemzőkkel, mint régebben, vagyis a piac ma teljesen más összetételű, mint a hatvanas években volt (lásd a 8.3. táblázatot). 1964-ben a technológiai vállalatok mindössze 5,5 százalékos súllyal szerepeltek az S&P 500-as indexben, és az alapanyaggyártók 16,5 százalékot képviseltek. Mára a két iparág szinte helyet cserélt. Az alapanyagok 6,9 százalékra estek vissza, míg a technológiai vállalatok 12 százalékra ugrottak, és még mindig növekszik arányuk. Más fontos különbségek is vannak. Az 1960-as években a közszolgáltatások és az olajipar 37 százalékat tette ki az indexnek. Ma ez a két csoport 19 százalékos súllyal szerepel. A pénzügy és az egészségügy akkoriban szinte jelentéktelen volt, ma mintegy negyedét alkotják az indexnek.

8.3. táblázat. Az S&P 500: ez nem az apáink indexe

Szektor	Tőkestruktúra-súlyok (%)	
	1964	1996
Pénzügy	2,0	14,6
Egészségügy	2,3	10,7
Fogyasztási cikkek	9,0	12,8
Fogyasztói szolgáltatások	6,3	9,7
Tartós fogyasztási cikkek	10,8	2,7
Energia	17,8	8,9
Közlekedés	2,6	1,6
Technológia	5,5	12,0
Alapanyagok	16,5	6,9
Tőkejavak	8,0	9,9
Közművek	19,2	10,2
Összesen	100,0	100,0



„A legtöbb befektető szinte kizárólag a történelmi adatokra támaszkodó eljárásokat és modelleket használ annak eldöntésére, hogy egy részvény árfolyama magas-e vagy alacsony” – mondja Miller. „De a történelmi értékelő módszerekkel az a probléma, hogy kontextusfüggők. Ez azt jelenti, hogy a mérés eredményei az éppen aktuális gazdasági környezet, tőkehozam, az pillanatnyi üzleti helyzet és stratégia függvényei.”<sup>25</sup> Másképp fogalmazva, a történelmi modellek csak addig használhatóak, míg a környezet, amelyben a vállalatok és az iparágak működnek megegyezik azzal, amelyben a szóban forgó módszereket megalkották. Amit ma látunk, az egy olyan környezet, amely jelentősen eltéréseket mutat a 1960-as évekhez képest, az egyes vállalatok szempontjából is, és különösen az indexet tekintve, amellyel a befektetők a vállalatokat összehasonlítják.

A tőzsde a befektetők, kereskedők és spekulánsok milliói által hozott döntések milliárdjainak összesített viselkedését tükrözi. Ezek a döntések függetlenek egymástól. Minden szereplő csak részleges elképzeléssel rendelkezik a tőzsdéről, és ezen információk alapján cselekszik. A piac az összes ügynök egymásra hatása nyomán alakul ki. Ám egy komplex alkalmazkodó rendszer esetében nem jósolhatjuk meg, hogy mi fog történni egyszerűen azáltal, hogy megfigyeljük a szereplőket. Egy komplex alkalmazkodó rendszerben a teljes több, mint a részek összege.

Néha a részek viselkedése révén kialakul egy trend. Mivel azonban minden ügynök korlátozott ismeretekkel rendelkezik, mindenki érzékeli a trendet, de senki sem tudja, hogy mi okozta azt. Mivel a piacon minden ügynök egymás cselekedeteire reagál, kifejlődik egy irányvonal az árak alakulásában. Ez a trend késztet egyes embereket arra, hogy megpróbáljanak jóslatokba bocsátkozni. Egy részvény árfolyama például egy bizonyos tartományban ingadozik, és ez a vétel és eladás ismételt sémájára csábítja a kereskedőket. Végül elérkezünk egy kritikus ponthoz. Mauboussin professzor egy lassan és egyenletesen csorgatott homokból készített halomhoz hasonítja a piac változásait. „Minden egyes homokszem – magyarázza Mauboussin – olyan, mint egy ügynök. Önmagában jelentéktelen, más homokszemekkel együtt idézik elő az összesített hatást. Mikor a halom túl-

nő egy kritikus ponton, a rendszer kibillen az egyensúlyból.”<sup>26</sup> Az eredmény egy homoklavina.

Az apró változások mindig belopakodnak a piacra. Az tölti el félelemmel a befektetőket – magyarázza Miller –, „ha az áralkulás anélkül omlik össze, hogy egy egyszerű külső esemény azt előrejelezné. A befektetők nem tudnak idejében kiszállni a befektetéseikből, mert egyik jel sem volt elég nagy ahhoz, hogy felkeltse a figyelmet.”<sup>27</sup>

A befektetők mindig azt tételezik fel, hogy a piac az átlaghoz tart – vagyis valamely megjósolható sablont követi. De az átlag nem stabil. Folytonosan elmozdul és változik a megjósolhatatlan befektetői döntések millióinak hatására, akik a saját döntéseiket mások döntéseikhez igazítják. Miller arra figyelmeztet, hogy a sablonokra alapozott döntések veszélyt hordoznak magukban. „Azt gondolnánk, hogy a piac egyszerű, lineáris helyzetű. Csakhogy a piac nemlineáris, hanem komplex és alkalmazkodó. Tehát a rendszerünk csak addig működik, amíg meg nem gondolja magát.”<sup>28</sup>

## A SABLON FELISMERÉSE

„Értelmünk egy része az alapvető rendetlenség eszméje ellen lázadva folyton valós és képzeletbeli sablonok után kutat.”<sup>29</sup> Ezek a szavak, amelyek George Johnson érdekes *Fire in the Mind* című könyvéből származnak, azt a dilemmát vetik fel, amellyel minden befektető szembesül. Az elme sablonokat farag – állítja Johnson –, a sablonok rendet sugallnak, ami lehetővé teszi számunkra, hogy tervezzük és felhasználjuk erőforrásainkat. De ez a természetes indíttatás a rend iránt a saját korlátjaiba ütközik, mikor a piacot tanulmányozzuk. „Ha igazán komplex rendszerrel van dolgunk – mondja Brian Arthur –, a pontos sablonok nem ismételhetők.”<sup>30</sup>

Ha a Sante Fe Intézet elegendő komplex alkalmazkodó rendszert tanulmányoz, akkor lehetővé válhat számunkra, képletesen, hogy megfigyeljük egy adott komplex rendszer működését. Mindaddig az a sorsuk, hogy olyan piaccal éljünk együtt, amely



csak korlátozottan mutat viselkedésmintákat, azokat is állandóan megzavarják váratlan és néha heves változások. Akár tetszik, akár nem, egy folytonosan változó világban élünk. Mint egy kaleidoszkópban, a világban tapasztalható minták és sablonok változásai is valamely nyilvánvaló szabályszerűséget követnek, ám a pontos sorrend soha nem ismétlődik meg. A minták mindig újak, és különböznek a korábbiaktól.

Hogyan igazodnak el a befektetők egy világban, amelyben nincsenek felismerhető minták és sablonok? Azáltal, hogy a megfelelő helyre a megfelelő mélységig tekintenek. Noha a teljes gazdaság és piac túl komplex és túl nagy ahhoz, hogy előrejelzéseket lehessen készíteni, vállalati szinten vannak felismerhető minták. Minden egyes vállalatban vannak vállalati, menedzsment- és pénzügyi ismérvek. Ha tanulmányozzuk ezeket, a legtöbb esetben értelmes jóslatokat alkothatunk a vállalat jövőjéről. Ezekre a mintákra fókuszál Warren Buffett, nem a befektetők millióinak megjósolhatatlan viselkedésmintáira. „A pszichológia diktálta voksoknál mindig könnyebbnek találtam a fundamentális elemzéssel kapott súlyok értékelését” – mondta.<sup>31</sup>

„Továbbra is figyelmen kívül hagyjuk a politikai és gazdasági előrejelzéseket, amelyek számos befektetőt és üzletembert összezavarnak” – mondta Buffett. „Harminc évvel ezelőtt senki nem látta előre a vietnami háború elharapózását, a bér- és árkorlátozásokat, a két olajválságot, az elnök lemondását, a Szovjetunió szétesését, a Dow Jones egy nap alatt bekövetkezett 508 pontos esését, vagy azt, hogy a rövid lejáratú államkötvények kamata 2,8 és 17,4 százalék közt fog ingadozni.”<sup>32</sup>

Az a tény, hogy Buffett nem tudta előre, hogy ezek az események bekövetkezhetnek, nem akadályozta meg befektetési teljesítménye elérésében. „E jelentős események egyike sem ejtette a legapróbb csorbát sem Ben Graham befektetési elvein” – mondta Buffett. „Sem a jó cégek értelmes áron történő megvételét nem tették hibás döntéssé. Képzelnék csak el, milyen költségei lettek volna magunkra nézve, ha az ismeretlentől való félelem miatt halogattuk volna a tőkebefektetéseket.”<sup>33</sup>

A beszéd fordulatai is a gondolkodási mintákat követik. Ha a befektető észrevesz egy jelet, mindegy milyen téves ennek felismerése, ez alapján fog cselekedni. A Santa Fe Intézet annak

megértésében segít, hogy mi *nem* a piac. Ha egyszer megértettük, hogy a piac egy komplex alkalmazkodó rendszer, akkor nyugodt szívvel félretesszük a jóslhatóság elképzelését. Azt is meg fogjuk érteni, hogy a piac szükségszerűen eléri a fellendülés és a hanyatlás kritikus pontjait.

„A következő harminc évben is bizonyosan bekövetkeznek különböző nagyobb megrázkódtatások” – magyarázza Buffett. „Nem próbáljuk sem megjósolni ezeket, sem profitálni belőlük. Ha képesek vagyunk felismerni az olyan cégeket, mint amelyeket korábban vásároltunk, akkor váratlan külső események nem fognak jelentős hatást gyakorolni a hosszú távú eredményeinkre.”<sup>34</sup>

Ha tehát legközelebb abban a hitben ringatjuk magunkat, hogy végre megtaláltuk azt a sablont, amelynek segítségével nyereségre teszünk szert, jussanak eszünkbe a tudósok, akik nap mint nap a Santa Fe Intézetben tevékenykednek. És a következő alkalommal, amikor megdöbbenünk a piac kiszámíthatatlanságán, emlékezzünk arra, amit Buffett mondott: „Szembe kell néznünk két kellemetlen ténnyel: a jövő soha nem egyértelmű, és a tőzsdén magas árat fizetünk a konszenzusokért. A bizonytalanság a hosszú távú értékek vásárlóinak barátja.”<sup>35</sup>

## Jegyzet

Mottó: Berkshire Hathaway Annual Report, 1992. 6. o.

- 1 *Simon Reynolds*: Thoughts of Chairman Buffett: Thirty Years of Unconventional Wisdom from the Sage of Omaha. (New York: HarperCollins, 1998.).
- 2 *Michael Mauboussin*: Shift Happens: On a New Paradigm of Markets as a Complex Adaptive System. *Frontiers of Finance*, 1997. október 24.
- 3 *Dr. Roger White*: Chaos and Complexity. (Knowledge Products: Carmichael and Carmichael, Inc.), 1993.
- 4 Uo.
- 5 Mitchel M. Waldrop: Complexity: The Emerging Science at the Edge of Order and Chaos. (New York: Simon and Schuster, 1992.), 335. o.
- 6 Uo.
- 7 Uo.
- 8 Uo.



- 9 W. B. Arthur-S. N. Durlauf-D. Lane: Process and Emergence in the Economy. The Economy as an Evolving Complex System II. (Reading, MA: Addison-Wesley). 1997. 1. o.
- 10 John Casti: What If. *The New Scientist*, 1996. július 13., 36 o.
- 11 Andrew Barry: Trigger-Happy. *Barron's*, 1997. december 8., 21. o.
- 12 John M. Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money. (New York: A Harvest Book, 1964.), 156. o.
- 13 Berkshire Hathaway Annual Report, 1987. 17. o.
- 14 Gordon Arnaut: Marketing „Flight Simulators” for Business. *The New York Times*, 1997. december 8., D4. o.
- 15 Casti: i. m. 38. o.
- 16 Uo.
- 17 Michael Mauboussin személyes közlése alapján, 1998. december 8.
- 18 Michael Mauboussin: On the Shoulders of Giants. *Frontiers of Strategy*, 2. évfolyam, Crédit Suisse First Boston, 1998. november 16.
- 19 Michael Mauboussin személyes közlése alapján.
- 20 Loren Fleckenstein: Fund Manager Embraces Complexity. *Investor's Business Daily*, 1998. május 14.
- 21 Uo.
- 22 Diane Banegas: Mutual Fund Manager Bill Miller Sees Value in the Business Network. *SFI Bulletin*, 1998. Tél.
- 23 Uo.
- 24 Uo.
- 25 Bill Miller személyes közlése alapján, 1998. december 1.
- 26 Fleckenstein.
- 27 Fleckenstein: Don't Dwell on Why the Market Moves. *Investor's Business Daily*, 1998. október 15.
- 28 Uo.
- 29 George Johnson: Fire in the Mind: Science, Faith, and the Search for Order. (New York: Vintage Books, 1995.), 104. o.
- 30 Waldrop: 334. o.
- 31 Andrew Kilpatrick: Of Permanent Value: the Story of Warren Buffett. (Birmingham, AL: AKPE Publisher, 1998.), 794. o.
- 32 Berkshire Hathaway Annual Report, 1994. 1. o.
- 33 Uo.
- 34 Uo.
- 35 *Forbes*, 124. évfolyam, 3. szám, 1979. augusztus 6., 25., 26. o.

## KILENCEDIK FEJEZET

## Hol vannak a baseball 0,4-es ütőjátékosai?

„A baseball első számú szabálya, hogy legyen labda, amit megüthetünk.”

Rogers Hornsby

Stephen Jay Gould, a híres biológus, termékeny író és megörögzött Yankees-szurkoló 1996-ban megjelentette a *Full House: The Spread of Excellence from Plato to Darwin* című könyvét. Gouldot elbűvöli az élet sajátosan összetett volta, és behatóan tanulmányozza a különböző rendszereket. Tanulságos könyvében többek között arról ír, hogy a vezető profi baseball-ligából kihaltak a 0,4-es ütőjátékosok.

A sporttörténeti évkönyvek feljegyzései szerint az 1901 és 1930 közötti időszakban kilenc szezont volt, amikor legalább egy játékos 0,4-nél magasabb ütési átlagot ért el. De az elkövetkező hatvan évben mindössze egy játékos jutott el eddig a mérőföldkőig: Ted Williams 0,406-ot ütött 1941-ben.

E statisztikák alapján arra következtethetnénk, hogy az idő múlásával romlottak az ütési képességek. Gould azonban szeretné, ha egy kicsit elgondolkoznánk azon, hogy a statisztikák milyen könnyedén félreértelmezhetők. Úgy véli, másik ok húzódik meg a háttérben. Nem az ütés lett rosszabb, hanem egészében javult a védekezés. A dobás kifinomultabb, jobb a csapatjáték, és sokat fejlődött a csapatok azon képessége, hogy hathatós védelmet fejlesszenek ki az erős ütések ellen. „A játék



fejlődésével a haranggörbe jobbra tolódik, a szórásnégyzet lecsökken a görbe jobb farkánál, a 0,4-es ütők eltűnnek a játék tökéletesedése során.”<sup>1</sup>

Peter L. Bernstein, a *Journal of Portfolio Management* alapítója és szerkesztője, valamint két kiváló pénzügyi mű – *Capital Ideas: The Improbable Origin of Modern Wall Street* és *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* – szerzője a portfóliókezelési üzletágra alkalmazza Gould elméletét. „A részvényportfóliók kezelőinek teljesítményadatai – mondja – olyan mintákat mutatnak, amelyek meglepően hasonlítanak ahhoz, ami a baseballban történt.”<sup>2</sup> Bernstein arra következtet, hogy a befektetéskezelő szakemberek átlag fölötti teljesítményének elmaradása a befektetéskezelési ismeretek és oktatásuk folytonosan emelkedő színvonalára vezethető vissza. Minthogy egyre több ember válik egyre képzetebb befektetővé, lecsökken a szupersztárok kiugró teljesítményének esélye.

Ez egy nagyon érdekes párhuzam. Az okfejtést követve valaki arra a következtetésre juthatna, hogy az olyan kemény ütőjátékosokat, mint Warren Buffett, fokozatosan kiszorítják a hatékony piacok jól informált, intelligens befektetői. Bernstein rámutat, hogy a Berkshire Hathaway a hatvanas és hetvenes években valóban jobban teljesített az S&P 500-as indexhez képest, mint az utóbbi két évtizedben. Merem állítani azonban, figyelembe véve, hogy a tőzsdén ma erősebb a verseny, és a Berkshire felduzzadt tőkéje viszonylagos hátrányt jelent az ilyen típusú összehasonlításban, Warren Buffett még mindig 0,4-es ütőnek minősül.

## VÁLJUNK 0,4-ES ÜTŐJÁTÉKOSSÁ!

Bernstein cikkében, amelynek a „Hol, óh, hol vannak a tavalyi 0,4-es ütőjátékosok?” címet adta, szándékosan hagyott egy kiskaput a teljesítményhipotézisben. Azt írja: ahhoz, hogy 0,4-es portfóliókezelővé váljunk, „késznek kell lennünk koncentrált téteket feltenni, azzal az elsődleges céllal, hogy többlethozamot érjünk el.”<sup>3</sup> Ne is törődjünk vele, hogy a nyomon követésből

adódó hiba kockázata és a magas szórásnégyzet bármelyik portfóliómenedzsert eltántorítaná a fókuszportfóliótól. A tényen ez nem változtat. Ennek a portfóliónak van a legnagyobb esélye a piaci hozam felülmúlására.

Nem meglepő, hogy ha kinyitjuk Bernstein kiskapuját, és kinézünk, akkor kiket látunk: John Maynard Keynest, Phil Fishert, Warren Buffettot, Charlie Mungert, Lou Simpsont és Bill Ruane-t. És egy fiatal zöldfülhöz hasonlóan, aki elszántan figyelhetted Ted Williamst, mi is sokat tanulhatunk ezen 0,4-es ütőjátékosok tartásának és mozdulatainak tanulmányozása révén. Buffett egy ízben azt mondta: „Az élet legfontosabb kérdése, annak eldöntése, hogy kinek legyünk a labdaszedője.”<sup>4</sup>

### Hogyan válhatunk 0,4-es portfóliómenedzserré?

- Gondoljunk a részvényekre mint vállalkozásokra!
- Növeljük a befektetés méretét!
- Csökkentsük a portfólió forgási sebességét!
- Fejlesszünk ki alternatív teljesítménymércéket!
- Tanuljunk meg valószínűségekből gondolkodni!
- Ismerjük fel a tévítélet pszichológiáját!
- Hagyjuk figyelmen kívül a piaci előrejelzéseket!
- Várjunk a nagy dobásra!

### Gondoljunk a részvényekre mint vállalkozásokra!

„Nézetünk szerint – mondja Buffett – a befektetést tanuló hallgatóknak mindössze két alaposan megtanított tárgyra van szüksége: hogyan értékeljünk egy vállalkozást, és hogyan gondolkozzunk a piaci árfolyamokról.”<sup>5</sup>

Az első szükséges lépés annak, aki Warren Buffett megközelítését szeretné követni, hogy leginkább úgy gondoljon a részvényekre mint vállalatokra. „Charlie és én bármikor vettünk is részvényeket a Berkshire számára, mindig úgy viszonyultunk az ügylethez, mintha egy magánvállalkozásba szálltunk volna



be. A vállalkozás gazdasági kilátásait és a vezetőit, valamint a vételárat vettük figyelembe.”<sup>6</sup> Az általuk számításba vett tulajdonságok a Warren Buffett-módszer befektetési elveiben kerültek bemutatásra, és az első fejezetben foglaltuk őket össze.

„Befektetőként mindössze arra kell törekednünk, hogy észszerű áron vásároljunk tulajdonhányadot egy olyan átlátható vállalkozásban, amelynek nyereségei jóformán biztosra vehetően lényegesen magasabbak lesznek mostantól számított öt, tíz vagy húsz év múlva” – magyarázza Buffett. „Idővel csak nagyon kevés olyan vállalatot fogunk találni, amely megfelel ezen kívánalmaknak – ezért ha látunk egy megfelelőt, jelentős mennyiségű részvényt kell vennünk belőle.”<sup>7</sup>

### Növeljük a befektetés méretét!

„Nem szeretnék olyasmit venni, amibe nem fektetném vagyonom 10 százalékát” – vallja Buffett. „Ha nem áldoznám rá a 10 százalékot, akkor nem valami jó ötlet.”<sup>8</sup>

Mennyi részvényt kellene egy befektetőnek tartania? Buffett azt mondaná, ez a befektetési megközelítés függvénye. Ha képesek vagyunk elemezni és értékelni a vállalkozásokat, akkor nem kell feltétlenül nagyszámú részvényt tartanunk. Buffett úgy véli, csak annak a befektetőnek van szüksége széles körű diverzifikációra, aki nem ért ahhoz, amit csinál.

A vállalatok vásárlóira nem vonatkozik olyan szabály, hogy minden jelentős iparágból birtokoljanak valamit. És nekünk sem kell negyven, ötven vagy száz részvényt tartanunk, hogy megfelelő diverzifikációt érjünk el. Ha egy vállalat tulajdonos attól érzi jól magát, ha tíz vállalata van, akkor – kérdezi Buffett – miért kellene egy részvénytulajdonosnak másképpen megítélni a helyzetet.

A széles körű diverzifikáció kétélű kard. Ha egy befektető nem képes a vállalatok elemzésére, akkor a jelentős diverzifikáció a megfelelő eljárás. Azonban azt is megtanultuk, hogy a túlzott diverzifikáció egy nagyszerű részvényeket kiválasztó befektető eredményének is gátat szab azáltal, hogy korlátozza az egyes pozíciók méretét. Még a modern pénzügyek főpapjai is

felismerték, hogy „a lehetséges diverzifikációk 85%-a tizenöt részvényes portfólióval megvalósítható, ami 95%-ra változik 30 részvény esetén”.<sup>9</sup> Buffett szerint érdemes fontolóra venni: ha az általunk birtokolt legjobb vállalat mutatja a legkisebb pénzügyi kockázatot és legvonzóbb hosszú távú kilátásokat, miért tennénk pénzünket a huszadik legkedvesebb vállalatunkba ahelyett, hogy a legjobb választásunk pozícióját növelnénk?

### Csökkentsük a portfólió forgási sebességét!

Hiba azt gondolni, hogy a folyamatos vétel és eladás elősegíti a portfólió fejlesztését. Már tudjuk, a portfólió cserélődése tranzakciós költségeket von maga után, melyek csökkentik a teljes hozamot. Az adózási kötelezettség alá eső befektetések esetében a magas cserélődés hatásai ennél is károsabbak. Minden alkalommal, mikor eladunk egy részvényt, feltéve, hogy az ügylet profitot eredményezett, ennek egy részéről le kell mondanunk adó formájában. Ne feledjük, a portfóliónkban keletkezett nem realizált tőkenyereség mindaddig a miénk marad, míg el nem adjuk a részvényt. Ha tartjuk a részvényeket a nyereség érdekében, feltéve, hogy a vállalat birtoklása mögött meghúzódó elvek nem változtak, sokkal hatásosabban halmozhatjuk fel vagyunkat.

Kezeljük úgy portfóliónkat, mintha mi lennénk egy holding vezérigazgatója. „Az anyavállalat, amely egy elsőrangú, hosszú távú gazdasági jellemzőkkel bíró leányvállalat tulajdonosa, nem fogja eladni a holding »koronaékszerét«. Mégis ugyanez a vezérigazgató gondolkodás nélkül eladja a részvényeit a saját portfóliójából, azon egyszerű logikánál leragadva, hogy »Nem mehetek tönkre, ha profitot realizálok«. Nézetünk szerint – mondja Buffett – ami értelmes az üzleti vállalkozások esetében, az értelmes a részvényeket illetően is: egy befektetőnek ugyanolyan megszokott módon kell kitartania egy kitűnő vállalatban elfoglalt apró tulajdonhányada mellett, mint amilyen állhatatosságot az egyedüli tulajdonos mutatna.”<sup>10</sup>



### Fejlesszünk ki alternatív teljesítménymércéket!

A fókuszált stratégiát alkalmazó befektetési megközelítés inkább gazdálkodásalapú, mint árfolyamalapú. Egy gazdálkodásalapú modellben azért hangsúlyos a portfóliót néhány gondosan kiválasztott részvényből összeállítani, mert ez lehetővé teszi, hogy jobban megértsük és figyelemmel kísérjük a tulajdonunkban lévő részvényeket. A gazdálkodásalapú modellben világos, hogy kevesebb részvény tartása a többel szemben a teljes portfólió gazdasági kockázatának csökkentése irányába hat. Az áringadozás a gazdálkodásalapú modellben kedvező, mert lehetőséget teremt arra, hogy jó vállalkozások több részvényét vegyük meg vonzó áron. Ezzel szemben az árfolyamalapú modellben a diverzifikáció széles körű, a tulajdonlás megosztott, és az áringadozást hátrányosnak tartják.

Egy gazdálkodásalapú modellben az a tudat vigasztal minket, hogy a jövőbeli részvényárfolyamok erősen korrelálnak az alapvető üzletmenettel. Ha a vállalkozás gazdálkodása javul, a részvényárfolyamok valószínűleg emelkednek; ha a gazdálkodás hanyatlik, az árfolyam várhatóan csökken.

Ebben a keretrendszerben nyerő előnyünk van; ez egy nagy valószínűséggel sikert eredményező módszer. Az ellentétes megközelítés – amikor megpróbáljuk eltalálni, hogyan alakulnak az árfolyamok rövid távon – a vesztesek játéka. Azonban, mindössze azért, mert a gazdálkodásalapú modell az előmenetel mérésében nem hagyatkozik az árfolyamok rövid távú alakulására, a fókuszált stratégiát alkalmazó befektetők nem maradnak a teljesítményük megítélésének lehetősége nélkül. Ez mindössze azt jelenti, hogy más mércéhez kell folyamodniuk.

A fókuszált stratégiát alkalmazó befektető, Buffett-hoz hasonlóan az átvilágított nyereségszámítással mérheti a portfólió teljesítményét. A teljes nyereségtermelő képesség kiszámításához szorozzuk meg az egy részvényre jutó nyereséget részvényeink számával. „A vállalattulajdonos célja – magyarázza Buffett – olyan vállalatportfólió összeállítása, ami tíz éven belül a legmagasabb szintű átvilágított nyereséget produkálja.”

### Tanuljunk meg valószínűségeken gondolkodni!

Már tudjuk, hogy Warren Buffett szenvedélyes bridzsjátékos. Valószínűleg azon sem lepődnek meg, hogy ő és Charlie Munger számos párhuzamot lát a befektetés és a kártyajáték között. „A befektetési megközelítésünk ugyanaz – mondja Charlie – mint amikor egy bridzsben felmerült problémát oldunk meg: az igazi valószínűséget kell kiértékelni.”<sup>11</sup>

Buffett kedvenc könyve a játékkal kapcsolatban a *Miért veszítünk a bridzsben?* S. J. Simontól. Számos meglátást tartalmaz, amelyeket a fókuszált stratégiát alkalmazó befektetőknek érdemes tudatosítani. Simon szerint „az a kártyás, aki veszi a fáradságot, hogy tisztában legyen a játékban érintett matematikai elveket illetően, ritka kivétel, és rendszerint profi játékos. Nyereménye nagy részét nem kiemelkedő képességeinek köszönheti, hanem elsőrangú matematikai felkészültségének.”<sup>12</sup>

Szinte minden kártyajáték, legyen az akár póker, bridzs vagy huszonegy, nagyrészt matematikai alapú. Hasonlóan a befektetés is. De ne feledjük, a befektetés matematikája nem elérhetetlen. A bayesi következtetésekhez szükséges algebra középiskolás szintű. A befektetésben természetesen a tisztán matematikai feladatokat gyakran ki kell egészíteni szubjektív valószínűség-elemzéssel, az ehhez szükséges képességek az üzleti gyakorlatból erednek. Buffett számos alkalommal elmondta, hogy ő azért jobb befektető, mivel egyben üzletember is, és attól jobb üzletember, mert egyben befektető is.

Amint több időt töltünk azzal, hogy részvényeken és vállalkozásokon törjük a fejünket, üzleti folyóiratokat és éves jelentéseket olvasunk, a részvényárfolyamokkal szemben a gazdálkodást vizsgáljuk, a valószínűség fogalma természetesebbé válik. Meg fogunk lepődni, milyen gyorsan képesek leszünk felismerni a napi árfolyam-ingadozások mögött megbúvó üzleti információkat. „Mi igenis látjuk az üzleti minták és az üzleti viselkedés ismétlődéseit” – mutat rá Buffett. „Mellesleg szólva a Wall Street hajlamos arra, hogy figyelmen kívül hagyja ezeket.”<sup>13</sup>

Ha olyan befektetővé válunk, aki az alapvető üzletmenet mintáira fókuszál, azt találjuk, hogy könnyebben tudunk való-



színűségekben gondolkodni, és ez hatalmas versenyelőnyt fog jelenteni. Végül is – mondja Simon – ami megakadályozza a jó bridzsjátékost abban, hogy kitűnő játékosá váljon, az „a közömbösség a matematikával szemben”.

### Ismerjük fel a tévítélet pszichológiáját!

Blaise Pascal, a valószínűség-számítás egyik atyja azt mondta: „Az emberi elme a világegyetem dicsősége és ugyanakkor egyúttal a szégyene.”<sup>14</sup> Charlie Munger a befektetéssel és pszichológiával kapcsolatos gondolatai felvázolásával nagy szolgálatot tett a befektetőknek. Azt mondja: „az emberi elme egyrészt óriási hatalom, másrészt megvannak a saját hibái is, amelyek gyakran vezethetnek rossz következtetéshez.”<sup>15</sup>

A befektetés pszichológiai aspektusai ennél fontosabbak. Hiába ítéljük meg helyesen a gazdálkodást és a valószínűségeket, ha hagyjuk, hogy érzelmeink eluralkodjanak döntéseink felett, akkor nem sok hasznát látjuk a fókuszált befektetési stílusnak – és ami azt illeti, más befektetési megközelítésnek sem.

Ne feledjük, hogy a fókuszált megközelítés nem való mindenkinek. Ez egy egyedi stílus, ami gyakran ellentétes azzal, ahogy a legtöbben gondolkoznak a befektetésről. „Minden szereplőnek saját adott határhasznosságával kell játszani – mondja Charlie –, figyelembe véve a saját pszichológiáját.” Charlie szerint „ha valakit tönkretesz a veszteség – és bizonyos veszteségek elkerülhetetlenek –, az bölcsen teszi, ha inkább megkíméli magát, és valami nagyon konzervatív befektetési stratégiát alkalmaz.”<sup>16</sup>

Buffett egyetértene ezzel. „Mindaddig, amíg a beruházási horizontod hosszú távú, a fókuszbefektetésed kockázata – mondja – a saját magad kockázatává válik. Azzá, hogy vajon képes vagy-e megtartani az üzlet valódi alapjaiba vetett hitedet, vagy inkább a részvénytőke rövid távú mozgása izgat és befolyásol.”<sup>17</sup>

### Hagyjuk figyelmen kívül a piaci előrejelzéseket!

Ki gondolta volna 1997 végén, hogy Japán a második világháborút követő időszak legsúlyosabb recessziójába süllyed? Ki jósolta volna meg, hogy Oroszország felfüggeszti hiteleinek fizetését, az ázsiai piacok összeomlását, és hogy a DJIA hat hét leforgása alatt 1800 pontot zuhan, csak hogy röpké három hónappal később új magasságokban szárnyaljon?

A válasz: senki nem jósolta meg ezeket az eseményeket, és ha valaki mégis azt állítja, hogy megtette, annak a valószínűsége, hogy újra megteszi, nem nagyobb, mint a pénzfeldobás esélyei. A tőzsde (és a világpiac, aminek a részét képezi) komplex alkalmazkodó rendszer, vagyis a folytonos fejlődés állapotában van. Az egyszerű előrejelző modellek rövid ideig megbízhatónak tűnnek, de végül kudarcot vallanak. Alkalmazásuk csábító lehet, de meggondolatlanság.

Buffett azt mondja, hogy a tőzsde gyakran hatékony. Amikor hatékony, az információk véletlenszerűen válnak hozzáférhetővé a piacon, és a szereplők gyors reakciói hatással vannak az árfolyamokra. De vegyük észre – nem mondja, hogy a piac *mindig* hatékony. A piaci résztvevők által meghatározott árfolyamokkal újra és újra megeshet, hogy nem tükrözik pontosan a vállalat belső értékét. A részvényárfolyamok a pszichológiai túlreagálástól a hibás gazdasági megítélésig számos ok miatt eltérhetnek a belső értéktől. A fókusz-befektetők pontosan ezt a félrearázást használják ki. De, amilyen mértékben makroökonómiai, illetve tőzsdei jóslatokat építenek modelljeikbe, olyan mértékben veszítenek versenyelőnyükből.

### Várjunk a nagy dobásra!

Ty Cobb egy ízben azt mondta: „Ted Williams bárki élő embernél többet lát a labdából – de a tökéletes dobásra vár.” Ez a komoly fegyelem megmagyarázhatja, miért Williams az egyedüli 0,4-es ütő az elmúlt hét évtizedben. Warren Buffett nagy tisztelője Ted Williamsnek, és számos alkalommal megosztotta a Berkshire részvényeseivel fegyelmezett megközelítését. Az ütés



*tudománya* című művében Williams elmagyarázza a technikáját. Az ütőterületet 77 baseball-labda méretű cellára osztotta. Na most – mondta Buffett – „Williams tudta, hogy ha csak azokat a labdákat üti meg, amelyek a »legjobb« celláiba esnek, lehetővé válik számára, hogy 0,4-es ütő legyen; ha a »legrosszabb« cellákban, az ütőterület alsó sarkában lévő labdákra is rámozdulna, akkor visszaesett volna 0,23-ra”.<sup>18</sup>

Williams ütési tanácsának befektetési párhuzama nyilvánvaló. Buffett számára a befektetés üzleti dobások sorozata, és az átlag fölötti teljesítmény eléréséhez meg kell várunk, amíg egy üzlet az ütőterület „legjobb” celláján keresztül érkezik. Buffett úgy véli, a befektetők túl gyakran próbálják megütni a rossz dobásokat, amit a teljesítményük szenved meg. Talán nem is arról van szó, hogy a befektetők nem képesek felismerni a jó dobást – a jó vállalkozást –, hanem hogy nem tudnak ellenállni az ütő meglendítésének.

Hogyan kerekedhetünk felül ezen a dilemmán? Warren Buffett azt tanácsolja a befektetőknek, viselkedjenek úgy, mint ha egy egész életre szóló döntési kártyával rendelkeznének, amelyen mindössze húsz bejegyzésnek van hely. Életünk során csak húsz befektetési döntést kell hoznunk. Minden alkalommal, mikor meglendítjük az ütőt, elhasználunk egy helyet a kártyán, és eggyel kevesebb befektetési lehetőségünk van hátralévő életünk során. Ez arra sarkalna minket, hogy csak a legjobb lehetőségeket fürkésszük.

Ne essünk kísértésbe, és ne mozduljunk rá az alacsony és kívül eső dobásokra. Williams, a legjobb dobásokra várva vállalja a kiesés kockázatát is. Ebben a tekintetben a befektetőknek könnyebb a helyzetük – mondja Buffett. Williamsszel ellentétben „minket nem lehet lehívni a pályáról, ha visszautasítunk három dobást, amelyek éppen hogy benn voltak az ütőterületben”.<sup>19</sup>

## A FOKUSZÁLT STRATÉGIÁT ALKALMAZÓ BEFEKTETŐ FELELŐSSÉGE: FIGYELMEZTETÉS MÉG IDEJÉBEN

Mielőtt az olvasó letenné ezt a könyvet, rendkívül fontos, hogy alaposan meggondolja az itt következőket. Azt sugalltuk, hogy a *Warren Buffett-módszer* és a *Warren Buffett-portfólió* együttesen olyasmit ad a befektetők kezébe, mint egy Ferrari használati utasítása. De ha egy olyan nagy teljesítményű sportkocsi kormányára mögé ülünk be, amely közel 200 mérföld per óra sebesség elérésére képes, akkor kötelesek vagyunk óvatosan vezetni. Bölcsen tesszük, ha nem csak az üzemeltetési kézikönyvet olvassuk el, hanem a vastaggal szedett figyelmeztetéseket is. Hasonlóan, ha készen áll arra, hogy belevágjon egy fókuszált portfólió kiépítésébe, akkor van egy pár tanácsom az Ön számára.

- Ne menjünk a piac közelébe, hacsak nem vagyunk hajlandók elsősorban úgy gondolni a részvényekre, mint vállalkozásokban szerzett részesedésre.
- Legyünk felkészültek, hogy gondosan tanulmányozhassuk az általunk birtokolt vállalatokat, csakúgy mint a versenytársait, azzal a szándékkal, hogy senki nem fogja nálunk jobban ismerni az iparágat.
- Ne kezdjünk fókuszált portfólió kialakításába, hacsak nem vagyunk hajlandók legalább 5 évre befektetni. Hosszabb időtartam növeli a biztonságot.
- Soha ne fektessünk hitelből fókuszált portfólióba. Egy tőkeáttétel nélküli fókuszált portfólióval is elég gyorsan elérhetjük céljainkat. Ne feledjük, egy váratlan fizetési felhívás valószínűleg egy jól összeállított portfóliót is tönkretesz.
- Fogadjuk el, hogy a fókuszált portfólió vezetéséhez szükséges a megfelelő alkat és személyiségjegyek kifejlesztése.

Fókuszált stratégiát alkalmazó befektetőként az a célunk, hogy úgy tekintsünk a részvényeinkre, amely páratlan a Wall Streeten. Az Olvasó most tiltakozhat, hogy ez nem reális, ám



figyelembe véve azt, amit a Wall Street képvisel, ez nem is olyan nehéz, mint gondolná. Ha készek vagyunk keményen dolgozni a vállalatok tanulmányozásán, valószínűleg többet fogunk megtudni az általunk birtokolt cégről, mint az átlagos befektető, és mindössze erre van szükségünk a versenyelőnyhöz.

Buffett azt állítja, az ő befektetési megközelítése nem haladja meg a komoly befektető felfogóképességét. Ezzel egyetértek. Nem kell MBA-szintű vállalatértékelési szaktekintélynek lennünk, hogy profitáljunk a fókuszált megközelítésből. Azonban az szükséges, hogy rászánjuk az időt a folyamat tanulmányozására. Mint Buffett mondja „a befektetés könnyebb, mint gondolnánk, de nehezebb, mint amilyennek látszik”.<sup>20</sup> A sikeres befektetéshez nem szükséges görög betűkkel teli, felső szintű matematikát tanulnunk. Nem kell megtanulnunk az opciós és határidős ügyletek, valamint a valutaárfolyamok ingadozásainak kibogarászását. Nem kell alaposan megértenünk a jegybanki politikát, és bizonyosan nem szükséges napról napra figyelemmel kísérni a piaci előrejelzéseket.

Néhány befektető inkább arról cseveg, hogy „mit csinál a piac”, minthogy venné a fáradságot, és elolvasna egy éves jelentést. De higgyék el, sokkal kifizetődőbb 30 percet szánni a birtokunkban lévő vállalat által kiadott kommunikációs anyag olvasására, mint a piac és a kamatlábak elmozdulásának jövőbeli irányával kapcsolatos „koktél beszélgetésekben” részt venni.

## MIÉRT HAGYTA A WALL STREET FIGYELMEN KÍVÜL A FOKUSZÁLT BEFEKTETÉST?

Meglepő módon egy olyan iparág, amely a siker lemásolásáról híres, egészen mostanáig képes volt semmibe venni a fókuszált befektetést, annak ellenére, hogy gyakorlói rendkívüli eredményeket könyvelhettek el. „A módszerünket [koncentrált portfóliók], amely oly egyszerű, nem utánozzák széles körben” –

mondta Charlie Munger. „Nem tudom, miért nem. A Berkshire részvényesei mind ezt alkalmazzák. Önök közül [részvényesek] mindenki elsajátította. De nem ez a bevett gyakorlat a befektéskezelésben – sem a nagy egyetemeken, sem más intellektuális intézményekben. És ez egy nagyon érdekes kérdés: ha igazunk van, akkor oly sok kiválóság miért helyezkedik rossz álláspontra?”<sup>21</sup>

Charlie alapvető kérdésre tapintott rá, hogy miért utasítják vissza az emberek az ötleteket. Különösen, kellene kérdeznünk, miért utasítanak vissza egy olyan ötletet, amely úgy tűnik, sikeresen bevált. A személy, aki leginkább hivatott megválaszolni ezt a kérdést, Thomas Kuhn.

Kuhn, aki 1996-ban halt meg, fizikus volt, majd filozófiával foglalkozott. 1962-es mesterművét, *A tudományos forradalmak struktúráját* az egyik, ha nem a legnagyobb befolyással bíró filozófiai műnek tartják a huszadik század második felében. A könyv, amely több mint egymillió példányban kelt el, bemutatta a paradigma fogalmát és a mostanában divatos „paradigmaváltást”.

Kuhn állítása szerint a tudományos fejlődés nem mindig egyenletesen megy végbe. Noha azt gondolhatnánk, hogy a tudományos felfedezés olyan folyamat, amelynek során egy már szilárd építményhez adnak hozzá intellektuális téglákat, azonban Kuhn megmutatta, hogy a tudományos előrelépést gyakran egy krízis váltja ki – ami először ledönti az előző modell falait, majd vadonatúj modellt alkot.

A történelem, úgy tűnik, alátámasztja Kuhn elméletét. A kopernikuszi forradalom felváltotta a földközpontságot, és Einstein általános relativitáselmélete lecserélte az euklideszi geometriát. A paradigmaváltást mindkét esetben krízisidőszak előzte meg – magyarázta Kuhn. Néhányan úgy vélik, a jelenleg a széles körben diverzifikált portfólió és a fókuszált portfólió között folyó intellektuális huzavona is hasonló krízis.

Kuhn szerint a paradigmaváltás lefolyásának első lépése, mikor bemutatnak egy anomáliát. „Mindig is különösnek találtam az »anomália« kifejezést – mondta Buffett – mivel azt hiszem, maga Kolumbusz is anomália volt – legalábbis egy ideig. Olyasmit jelent, amit a tudósok nem tudnak megmagyarázni. És



ahelyett, hogy felülvizsgálnák az elméleteiket, minden ilyen bizonyítékot félredobnak azzal, hogy anomália.”<sup>22</sup>

A közgazdászok éveken keresztül anomáliaként próbálták magyarázni Buffettot, vagy akként, amit a statisztikusok öt-sigma eseménynek neveznek. Nézetük szerint Buffett olyan rendkívüli, hogy sikere csak nagyon ritkán fordulhat elő, és csak véletlenszerűen lehet megismételni. Néhány közgazdász a klasszikus orángutános párhuzamot hozta fel: ha elég sok orángutánt rakunk egy szobába, az egyikük statisztikailag a Buffett jelenséget fogja produkálni. De ha ez így van, hogyan magyarázzuk John Maynard Keynes, Phil Fisher, Charlie Munger, Lou Simpson és Bill Ruane sikerét?

Az új paradigmák kialakulásának egyik fő oka, hogy a régi kezd meginogni. Mikor ez bekövetkezik, a régi paradigma képviselői gyakran minden erejükkel megpróbálják toldozva-foltozva megmenteni modelljüket. Mikor a ptolemaioszi paradigmával nem lehetett megmagyarázni az égi jelenségeket, a csillagászok egyszerűen gyűrűket adtak a modellhez, hogy megkíséreljék megmagyarázni, ami az égben történik. Ptolemaiosz nem tévedett, bizonygatták, csak finomítani kell a modellt.

Azt gondolhatnánk, hogy a mai világban a tudósok készségesen elfogadják az új, sőt ellentmondásos információkat, és közösen dolgoznak az új paradigma megalkotásán. Semmi nem volna messzebb az igazságtól. „Noha előfordulhat, hogy a régi paradigma képviselői elveszítik a hitüket, és fontolóra vesznek alternatívákat, de soha nem vonják vissza a paradigmát, ami a krízishez vezetett.”<sup>23</sup> Miután alaposan befektettek a jelenlegi modellt prédikáló oktatásba és üzletbe, a paradigmaváltás elfogadásának intellektuális, érzelmi és pénzügyi kockázatát nem éri meg vállalni.

Történelmileg, mikor a paradigmaváltás bekövetkezik, több évtizeden keresztül húzódik, és több generációt érint, ami elegendő időt biztosít az új képviselők kinevelésére. Mikor már nem lehet tovább tagadni, hogy a régi paradigma igencsak téves nézeteken alapult, ellenállhatatlan erővel feltűnnek a horizonton az új paradigma képviselői. Míg a váltás lezajlik, az új modell képviselői számára a legnagyobb kihívás életben maradni egy számukra ellenséges világban.

Kuhn üzenete az volt, hogy egy paradigma krízisének túléléséhez dac és hit szükséges. Azt hiszem, Buffet-falva szuperbefektetői mindkettővel rendelkeznek, és sikerüket tekintve a többiek jobban tennék, ha követnék őket.

## BEFEKTETÉS VAGY SPEKULÁCIÓ

A nagy pénzügyi gondolkodók, mint John Maynard Keynes, Ben Graham és Warren Buffett mindannyian megpróbálták megmagyarázni a befektetés és a spekuláció közti különbséget. Keynes szerint „a befektetés olyan tevékenység, amelynek során a tőkeeszköz hozamát jósoljuk meg az eszköz élettartamára; ... a spekuláció a piac pszichológiájának megjósolását jelenti”.<sup>24</sup> Graham számára „egy befektetési művelet az, amely mélyreható elemzés alapján a tőke biztonságát és kielégítő hozamot ígér. Azok a műveletek, amelyek nem felelnek meg ezeknek a kívánalmaknak, spekulatívak.”<sup>25</sup> Buffett úgy hiszi, „ha befektetők vagyunk, arra vagyunk kíváncsiak, hogy hogyan fog az eszköz ára alakulni – jelen esetben a vállalkozásé. Ha spekulánsok vagyunk, elsődlegesen azt jósoljuk meg, mit tesznek az árfolyamok a vállalkozástól függetlenül.”<sup>26</sup>

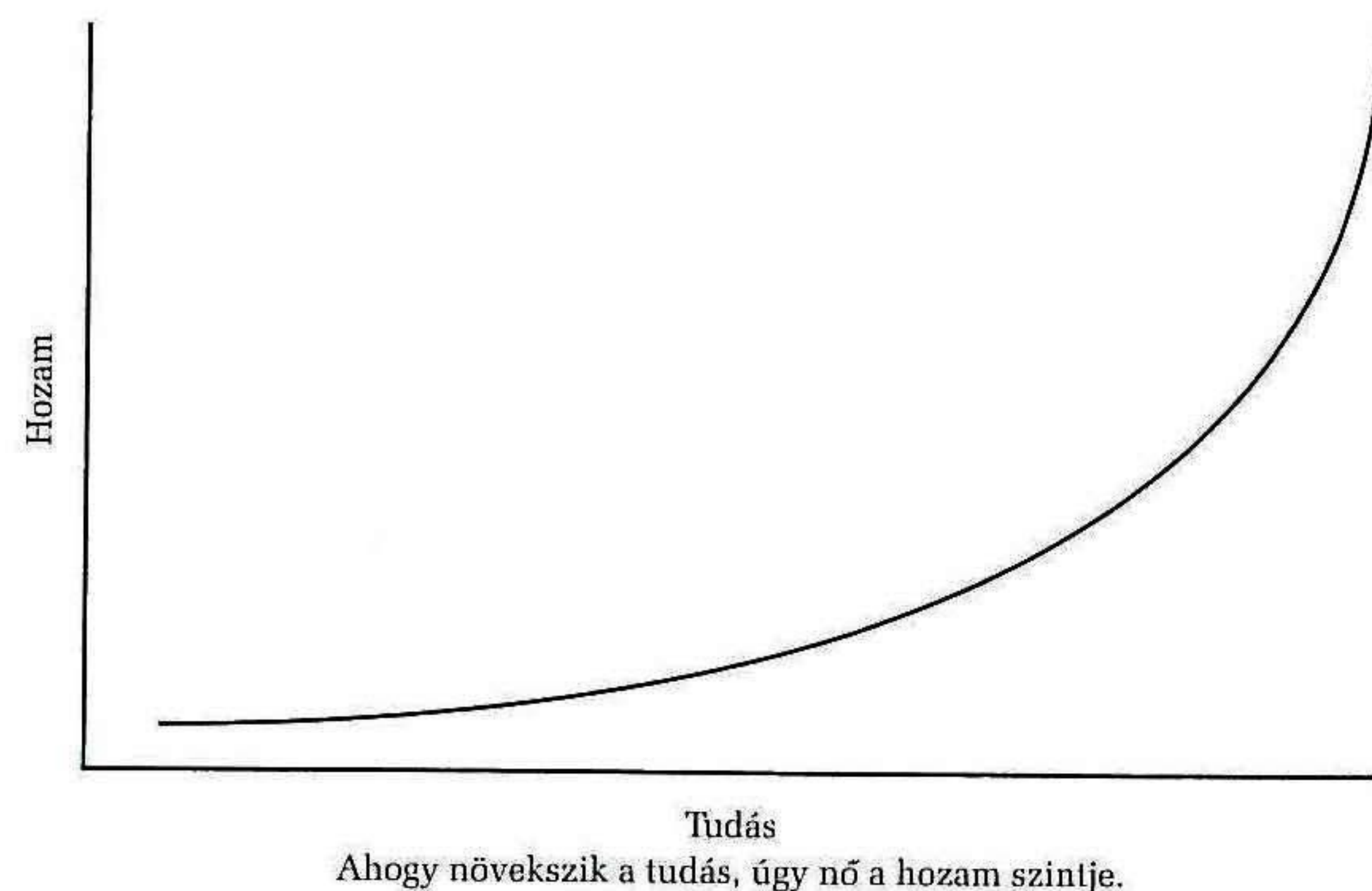
Általánosságban, abban mindannyian megegyeznek, hogy a spekuláns a jövőbeli árfolyamok előrejelzésének megszállottja, míg a befektetők, annak tudatában, hogy a jövőbeli árfolyamok szorosan kapcsolódnak az eszköz teljesítményéhez, az alapvető üzletmenetre fókuszálnak. Ha igazuk van, úgy tűnik, a mai pénzügyi piacokat domináló tevékenység nagy része spekuláció, nem pedig befektetés.

Ez egy régi, de még most is folyó vita, mindkét oldalon szenvedélyes képviselőkkel. Kevéssel halála előtt Ben Graham hosszabb interjút adott Charles Ellisnek. Ellis, aki a Greenwich Partners tagja és a *Győzelem a vesztesek játékában* című könyv szerzője 1976-ban készítette az interjút a *Financial Analyst Journal* számára. Az interjú során Ellis felidézett egy korábbi eszmecserét a befektetés és spekuláció vitával kapcsolatosan. Ellis szerint nem igazán a spekuláció, mint olyan zavarta Grahamet.

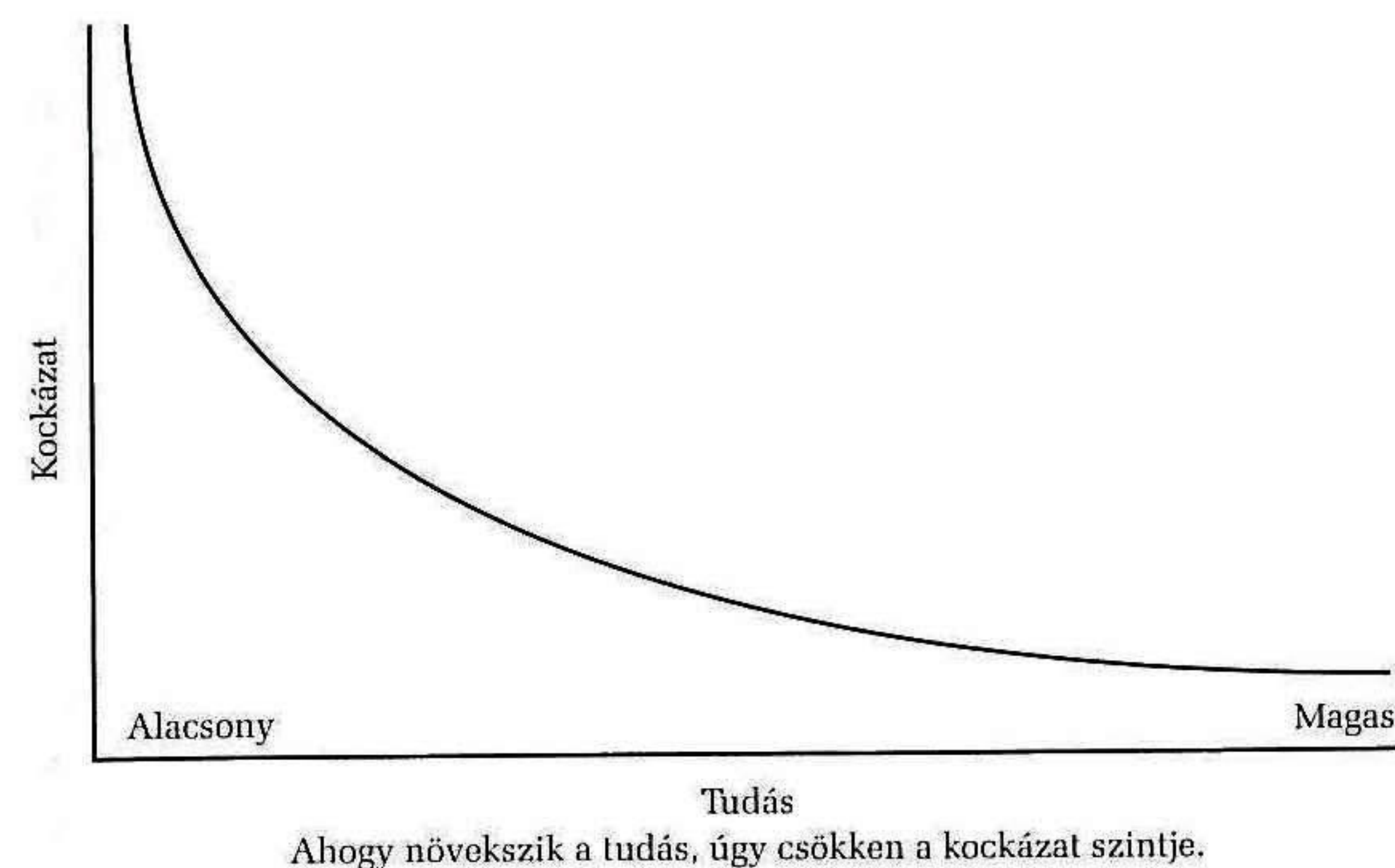


A spekulánsok – magyarázta Graham – mindig is hozzátartoztak a piachoz. Ami komolyan aggasztotta Grahamet az az, hogy úgy látta, a befektetők tudtukon kívül spekulatív szokásokat vettek fel.

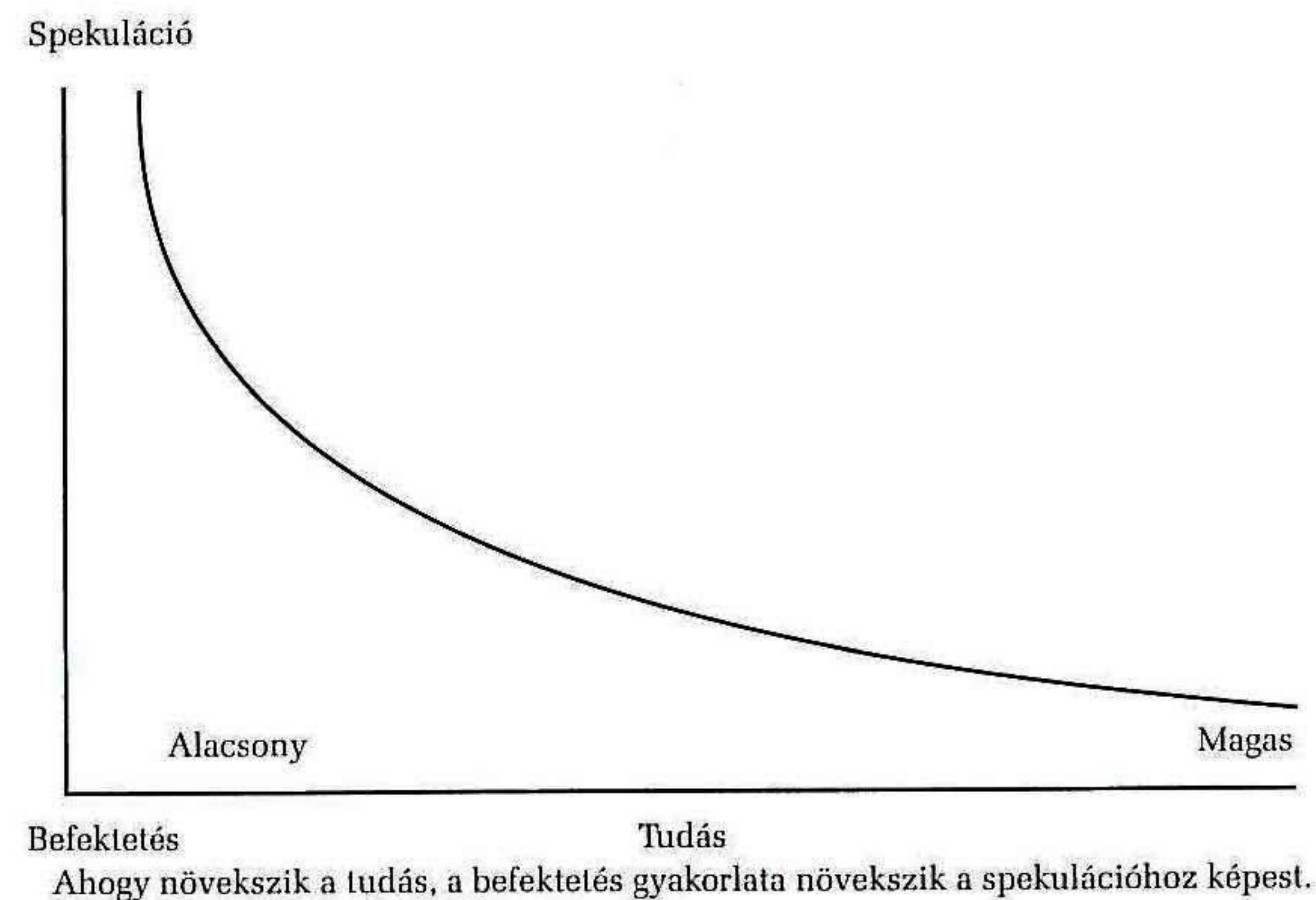
Talán nem megfelelő módon közelítettük meg ezt a kérdést. Ahelyett, hogy hajba kapnánk azon, hogy mi a befektetés és mi a spekuláció, talán inkább a tudás alkotóelemeivel kellene törődnünk.<sup>27</sup> Merem állítani, hogy amint alaposabban megértjük, hogyan működnek a vállalatok, és hogyan viselkednek a részvényárfolyamok; amint kezd megvilágosodni előttünk, hogy a fókuszált portfólió a széles körben diverzifikálttal ellentétben a legjobb esélyeket biztosítja az indexalapok felülmúlásához; amint kezdjük érzékelni, hogy a magas cserélődésű portfólió növeli a költségeinket, míg az alacsony cserélődésű növeli az elérhető nyereséget, és az árfolyamok üldözése örült vállalkozás; nos, ekkor olyan tudás alapjait kezdjük lerakni, amely a befektetéshez vezet, nem pedig a spekulációhoz.



9.1. ábra. A tudás és a pénzügyi hozam kapcsolata



9.2. ábra. A tudás és a kockázat kapcsolata



9.3. ábra. A tudás és a befektetés/spekuláció kapcsolata



Biztosan mondhatjuk, hogy a tudás a befektetés hozamának növelése irányába hat (lásd a 9.1. ábrát), és csökkenti a teljes kockázatot (lásd a 9.2. ábrát). Azt is meg merem kockáztatni, hogy a tudás tesz különbséget a befektetés és a spekuláció között (lásd a 9.3. ábrát). Végül, minél nagyobb a tudásunk, annál kevésbé valószínű, hogy a spekuláció eluralkodik a cselekedeteinken és gondolatainkon.

A tehetséges pénzügyi író, Ron Chernow azt állítja, hogy „a pénzügyi rendszerek a társadalmi értékeket tükrözik”.<sup>28</sup> Véleményem szerint ez nagyrészt igaz. Újra és újra előfordul, hogy rosszul választjuk meg értékeinket, és a piacaink nem tudnak ellenállni a spekulatív erőknak. Hamarosan kijavítjuk döntésünket, és folytatjuk pénzügyi bolyongásunkat, csak hogy újra félreléphessünk és visszaessünk a káros szokásokba. Egyetlen módon léphetünk ki az ördögi körből, ha megtanuljuk, mi működik és mi nem.

## A LEGJOBBTÓL TANULNI

Nemrég egy Berkshire Hathaway-közgyűlésen Buffettot és Mungert megkérdezték annak lehetőségéről, hogy a két hatalmas elme a befektetők egy új generációját nevelje ki. Ez természetesen pontosan az, mint amit mindketten tettek az elmúlt húsz évben. A Berkshire Hathaway éves jelentése híres világos stílusáról, és sok mindent lehet tanulni belőle. Ha bárkinek volt már szerencséje egy Berkshire Hathaway-közgyűlésre ellátogatni, akkor tudja, milyen tanulságosak tudnak lenni. (Akik nem lehetnek ott személyesen, azok is élvezhetik Buffett és Munger megjegyzéseinek, valamint más beszédek és interjúk hasznát, a szakértelemmel elkészített tudósítások formájában Henry Emerson *Outstanding Investor Digestjében*.) Példáikon és nyilvános beszédeiken keresztül Warren Buffett és Charlie Munger sok ezer befektetőnek segített elsajátítani, hogyan gondolkozzon a befektetési folyamatról, pontosan úgy, ahogyan ők tanulták a tanáraiktól.

Egy dolgot tudunk Charlie-ról, hogy „hisz abban a tanításban, miszerint a mások ötleteiből a legjobbat kell kihozni. Nem hiszem, hogy valaki csak leül, és mindent kitalál magától. Senki nem olyan okos.”<sup>29</sup>

Buffett egyetértene. „Főleg olvasva tanultam” – mondta. „Így hát nem hiszem, hogy volna eredeti gondolatom. Természetesen Graham olvasásáról beszélek. Phil Fishert is olvastam. Úgyhogy sok ötletemet könyvekből merítettem.” Buffett szerint sokat lehet másoktól tanulni. „Valójában úgy látom, hogy ha alapvetően másoktól tanulunk, nem kell túl sok dolgot magunktól kitalálnunk. Egyszerűen alkalmazhatjuk a legjobbat, amit látunk.”<sup>30</sup>

A tudás megszerzése egy utazás. Warren Buffett és Charlie Munger bölcsességük nagy részét másoktól kapták, akik előttük jártak, és formába öntötték felfogásuk mozaikját, és most nagyvonalúan felajánlják másoknak – azaz olyanoknak, akik hajlandóak megcsinálni a házi feladatukat, és annyit tanulni, amennyit tudnak, friss, élénk, nyitott elmével.

„Különös, hogy egyesek milyen ellenállók, ha bármi megtanulásáról van szó” – mondta egyszer Charlie. „Ami igazán meglepő – tette hozzá Buffett –, hogy még akkor is milyen ellenállást tanúsítanak, mikor az önértékük volna, hogy tanuljanak.” Aztán elgondolkodva folytatta: „hihetetlen az ellenállás a gondolkodással vagy a változással szemben. Bertrand Russelt hoztam fel egyszer, aki azt mondta, hogy »A legtöbb ember inkább meghalna, minthogy gondolkozzon. Sokan meg is haltak.« És ez pénzügyi értelemben különösen igaz.”<sup>31</sup>

## Jegyzet

Mottó: *Ted Williams: The Science of Hitting*. (New York: Simon and Schuster, 1986.), 24. o.

- 1 *Stephen J. Gould: Full House: The Spread of Excellence from Plato to Darwin*. (New York: Crown, 1996.), 116. o.
- 2 *Peter Bernstein: Where, Oh Where Are the 0,400 Hitters of Yesteryear? Financial Analyst Journal*, 1998. november/december, 6. o.
- 3 Uo., 11. o.



- 4 *Broadcasting* magazine, 1996. június 9. Lásd *Simon Reynolds: Thoughts of Chairman Buffett: Thirty Years of Unconventional Wisdom from the Sage of Omaha.* (New York: HarperCollins, 1998.).
- 5 Berkshire Hathaway Annual Report, 1996. 16. o.
- 6 Berkshire Hathaway Annual Report, 1987. 14. o.
- 7 Berkshire Hathaway Annual Report, 1996. 16. o.
- 8 *Outstanding Investor Digest*, 1990. április 18., 17. o.
- 9 *Ronald Surz: R-Squareds and Alphas Are Far from Different Alphabets. The Journal of Investing*, 1998 Nyár.
- 10 Berkshire Hathaway Annual Report, 1983. 14. o.
- 11 *Outstanding Investor Digest*, 1995 május 5., 51. o.
- 12 *S. J. Simon: Why You Lose at Bridge* (Louisville, KY: Devyn Press, Inc., 1994.), 9. o.
- 13 *Outstanding Investor Digest*, 1996. augusztus 8., 39. o.
- 14 *Outstanding Investor Digest*, 1995. május 5., 51. o.
- 15 Uo.
- 16 *Outstanding Investor Digest*, 1998. március 13., 56. o.
- 17 *Outstanding Investor Digest*, 1997. augusztus 8., 19. o.
- 18 Berkshire Hathaway Annual Report, 1997. 5. o.
- 19 Uo.
- 20 Warren Buffett gyakran idézett kijelentése.
- 21 *Outstanding Investor Digest*, 1997. augusztus 8., 15. o.
- 22 *Outstanding Investor Digest*, 1998. szeptember 24., 40. o.
- 23 *Thomas S. Khun: The Structure of Scientific Revolution.* (Chicago: The University of Chicago Press, 1970.), 77. o.
- 24 *John Majnard Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money.* (Orlando, FL: Harcourt Brace & Company, 1964.).
- 25 *Benjamin Graham–David Dodd: Security Analysis.* (New York: McGraw-Hill Book Company, 1951.).
- 26 *Outstanding Investor Digest*, 1997. augusztus 8., 14. o.
- 27 Hálás vagyok Bob Colemannak és Larry Pidgeonnak, hogy megosztották velem gondolataikat a témát illetően.
- 28 *Ron Chernow: The Deth of the Banker: The Decline and Fall of Great Financial Dynasties and the Triumph of the Small Investor.* (New York: Vintage Books, 1997.)
- 29 *Outstanding Investor Digest*, 1998. március 13, 63. o.
- 30 *Outstanding Investor Digest*, 1995. augusztus 10., 21. o.
- 31 *Outstanding Investor Digest*, 1995. augusztus 10., 21. o.

## A) FÜGGELÉK

Az 1–10. táblázatok a Berkshire Hathaway részvényportfólióját mutatják be 1988 és 1997 között. A harmadik fejezet Buffett „nagy tétjeinek” egyik példjaként tárgyalta a Coca-Cola-befektetést. Talán érdekes lehet végigkövetni a többi részvényének alakulását is.



1. táblázat. A Berkshire Hathaway 1988. évi részvénytartólistája

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százalékában	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(ezer \$)	(ezer \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 086 750	35,6	5,1	1,8	1,0	0,1
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	849 400	27,8	13,5	3,8	2,7	0,3
14 172 500	Coca-Cola Company	592 540	632 448	20,7	22,8	4,7	4,6	0,5
1 727 765	Washington Post Company	9 731	364 126	11,9	13,6	1,6	2,7	0,3
2 400 000	Federal Home Loan Mortgage	71 729	121 200	4,0		0,0	0,0	0,0
Összes törzsrészvény		1 237 213	3 053 924	100,0		11,9	11,0	16,0

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1988. évi jelentés.

S&P 500 hozama: 16,6%

\* A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 90%-át helyettesíti.

2. táblázat. A Berkshire Hathaway 1989. évi részvénytartólistája

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százalékában	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(ezer \$)	(ezer \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
23 350 000	Coca-Cola Company	1 023 920	1 803 787	34,8	77,0	26,8	15,4	1,5
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 692 375	32,6	55,8	18,2	11,2	1,1
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	1 044 625	20,1	24,2	4,9	4,8	0,5
1 727 000	The Washington Post Company	9 731	486 366	9,4	34,6	3,2	6,9	0,7
2 400 000	Federal Home Loan Mortgage	71 729	161 100	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Összes törzsrészvény		1 668 593	5 188 253	100,0		53,1	38,3	32,3

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1989. évi jelentés.

S&P 500 hozama: 31,6%

\* A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 90%-át helyettesíti.



3. táblázat. A Berkshire Hathaway 1990. évi részvénytörzsfőléja

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százelekában	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		((ezer \$)	(ezer \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
46 700 000	Coca-Cola Company	1 023 920	2 171 550	40,2	22,7	9,1	3,8	0,5
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 377 375	25,5	-18,6	-4,7	-3,1	-0,4
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	1 110 556	20,5	7,5	1,5	1,3	0,2
1 727 765	The Washington Post Company	9 731	342 097	6,3	-28,4	-1,8	-4,7	-0,6
5 000 000	Wells Fargo & Company	289 431	289 375	5,4	-16,8	-0,9	-2,8	-0,3
2 400 000	Federal Home Loan Mortgage	71 729	117 000	2,2	-25,4	-0,6	-4,2	-0,5
	Összes törzsrészvény	1 958 024	5 407 953	100,0		2,7	-9,8	-3,9

*Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1990. évi jelentés.*

S&amp;P 500 hozama: -3,1%

\*A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 88%-át helyettesíti.

4. táblázat. A Berkshire Hathaway 1991. évi részvénytörzsfiókja

Részvények száma	Vállalat	Költség (ezer \$)	Piaci érték (ezer \$)	A portfólió százalékában	Éves hozam (%)	Súlyozott hozam (%)	Egyenlően súlyozott hozam (%)	2%-kal súlyozott hozam (%)
46 700 000	Coca-Cola Company	1 023 920	3 747 675	42,9	75,4	32,4	10,8	1,5
6 850 000	GEICO Corporation	45 713	1 363 150	15,6	23,8	3,7	3,4	0,5
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 347 000	15,4	81,8	12,6	11,7	1,6
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 300 500	14,9	-5,5	-0,8	-0,8	-0,1
2 495 200	Federal Home Loan Mortgage	77 245	343 090	3,9	188,0	7,4	26,9	3,8
1 727 765	The Washington Post Company	9 731	336 050	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0
5 000 000	Wells Fargo & Company	289 431	290 000	3,3	5,3	0,2	0,8	0,1
Összes lőrszrészvény		2 563 540	8 727 465	100,0		55,5	52,7	33,5
								26,1*

*Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1991. évi jelentés.*

S&P 500 hozama: 30,4%

Megjegyzés: nem tartalmazza a Guinness PLC-t.

\* A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 86%-át helyettesíti.



5. táblázat. A Berkshire Hathaway 1992. évi részvénytportfóliója

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százaléklékában	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(ezer \$)	(ezer \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
93 400 000	Coca-Cola Company	1 023 920	3 911 125	35,1	5,8	2,0	0,7	0,1
34 250 000	GEICO Corporation	45 713	2 226 250	20,0	64,2	12,8	8,0	1,3
3 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	517 500	1 523 500	13,7	17,2	2,3	2,1	0,3
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 365 000	12,3	2,7	0,3	0,3	0,1
16 196 700	Federal Home Loan Mortgage	414 527	783 515	7,0	7,4	0,5	0,9	0,1
6 358 418	Wells Fargo & Company	380 983	485 624	4,4	34,5	1,5	4,3	0,7
4 350 000	General Dynamics	312 438	450 769	4,0	96,7	3,9	12,1	1,9
1 727 765	The Washington Post Company	9 731	396 954	3,6	20,4	0,7	2,6	0,4
Összes törzsrészvény		3 304 812	11 142 737	100,0		24,2	31,1	11,4

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1992. évi jelentés.

Megjegyzés: nem tartalmazza a Guinness PLC-t.

\*A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 84%-át helyettesíti.

S&P 500 hozama: 7,6%

6. táblázat. A Berkshire Hathaway 1993. évi részvénytportfóliója

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százaléklékában	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(ezer \$)	(ezer \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
93 400 000	Coca-Cola Company	1 023 920	4 167 975	37,9	8,3	3,1	1,0	0,2
34 250 000	GEICO Corporation	45 713	1 759 594	16,0	-19,7	-3,1	-2,5	-0,4
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 431 000	13,0	6,4	0,8	0,8	0,1
2 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	345 000	1 239 000	11,3	22,0	2,5	2,8	0,4
6 791 218	Wells Fargo & Company	423 680	878 614	8,0	73,0	5,8	9,1	1,5
13 654 600	Federal Home Loan Mortgage	307 505	681 023	6,2	4,9	0,3	0,6	0,1
1 727 765	The Washington Post Company	9 731	440 148	4,0	12,9	0,5	1,6	0,3
4 350 000	General Dynamics	94 938	401 287	3,6	48,5	1,8	6,1	1,0
Összes törzsrészvény		2 850 487	10 998 641	100,0		11,7	19,5	11,6

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1993. évi jelentés.

Megjegyzés: nem tartalmazza a Guinness PLC-t.

\*A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 84%-át helyettesíti.

S&P 500 hozama: 10,1%



7. táblázat. A Berkshire Hathaway 1994. évi törzsrészcévy-portfóliója

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százalékában	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(ezer \$)	(ezer \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
93 400 000	Coca-Cola Company	1 023 929	5 150 000	36,9	17,4	6,4	1,7	0,3
24 000 000	The Gillette Company	600 000	1 797 000	12,9	27,4	3,5	2,7	0,5
20 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	345 000	1 705 000	12,2	37,8	4,6	3,8	0,8
34 250 000	GEICO Corporation	45 713	1 678 250	12,0	-2,6	-0,3	-0,3	-0,1
6 791 218	Wells Fargo & Company	423 680	984 272	7,0	15,2	1,1	1,5	0,3
27 759 941	American Express Company	723 919	818 918	5,9	12,4	0,7	1,2	0,2
13 654 600	Federal Home Loan Mortgage	270 468	644 441	4,6	3,2	0,1	0,3	0,1
1 727 765	The Washington Post Company	9 731	418 983	3,0	-3,2	-0,1	-0,3	-0,1
19 453 300	PNC Bank Corporation	503 046	410 951	2,9	-23,6	-0,7	-2,4	-0,5
6 854 500	Gannett Co., Inc.	335 216	365 002	2,6	-4,5	-0,1	-0,5	-0,1
Összes törzsrészcévy		4 280 693	13 972 817	100,0		15,3	8,0	2,6

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1994. évi jelentés.

S&P 500 hozama: 1,3%

\* A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 80%-át helyettesíti.

8. táblázat. A Berkshire Hathaway 1995. évi részvényportfóliója

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százalékában	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(millió \$)	(millió \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
49 456 900	American Express Company	1 392,70	2 046,30	10,6	42,8	4,5	6,1	0,9
20 000 000	Capital Cities/ABC, Inc.	345,00	2 467,50	12,8	44,9	5,7	6,4	0,9
100 000 000	Coca-Cola Company	1 298,90	7 425,00	38,4	46,1	17,7	6,6	0,9
12 502 500	Federal Home Loan Mortgage	260,10	1 044,00	5,4	68,2	3,7	9,7	1,4
34 250 000	GEICO Corporation	45,70	2 393,20	12,4	44,1	5,5	6,3	0,9
48 000 000	The Gillette Company	600,00	2 502,00	12,9	41,1	5,3	5,9	0,8
6 791 218	Wells Fargo & Company	423,70	1 466,90	7,6	15,2	1,2	2,2	0,3
Összes törzsrészcévy		4 366,10	19 344,90	100,0		43,6	43,2	38,3

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1995. évi jelentés.

S&P 500 hozama: 37,6%

\* A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 86%-át helyettesíti.



9. táblázat. A Berkshire Hathaway 1996. évi részvénytportfóliója

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százalékaiban	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(millió \$)	(millió \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
49 456 900	American Express Company	1 392,70	2 794,30	11,4	39,8	4,5	5,0	0,8
200 000 000	Coca-Cola Company	1 298,90	10 525,00	43,0	43,2	18,6	5,4	0,9
24 614 214	The Walt Disney Company	577,00	1 716,80	7,0	19,1	1,3	2,4	0,4
64 246 000	Federal Home Loan Mortgage	333,40	1 772,80	7,2	34,2	2,5	4,3	0,7
48 000 000	The Gillette Company	600,00	3 732,00	15,3	50,9	7,8	6,4	1,0
30 156 600	McDonald's Corporation	1 265,30	1 368,40	5,6	1,2	0,1	0,1	0,0
1 727 765	The Washington Post Company	10,60	579,00	2,4	20,6	0,5	2,6	0,4
7 291 418	Wells Fargo & Company	497,80	1 966,90	8,0	27,6	2,2	3,4	0,6
Összes törzsrészvény		5 975,70	24 455,20	100,0		37,5	29,6	24,0

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1996. évi jelentés.

S&P 500 hozama: 23,0%

\* A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 84%-át helyettesíti.

10. táblázat. A Berkshire Hathaway 1997. évi részvénytportfóliója

Részvények száma	Vállalat	Költség	Piaci érték	A portfólió százalékaiban	Éves hozam	Súlyozott hozam	Egyenlően súlyozott hozam	2%-kal súlyozott hozam
		(millió \$)	(millió \$)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
49 456 900	American Express Company	1 392,70	4 414,00	13,9	59,8	8,3	7,5	1,2
200 000 000	Coca-Cola Company	1 298,90	13 337,50	42,0	27,9	11,7	3,5	0,6
21 563 414	The Walt Disney Company	381,20	2 134,80	6,7	42,8	2,9	5,4	0,9
63 977 600	Freddie Mac	329,40	2 683,10	8,4	53,8	4,5	6,7	1,1
48 000 000	The Gillette Company	600,00	4 821,00	15,2	30,4	4,6	3,8	0,6
23 733 198	Travelers Group Inc.	604,40	1 278,60	4,0	78,8	3,2	9,9	1,6
1 727 765	The Washington Post Company	10,60	840,60	2,6	47,0	1,2	5,9	0,9
6 690 218	Wells Fargo & Company	412,60	2 270,90	7,1	28,2	2,0	3,5	0,6
Összes törzsrészvény		5 029,80	31 780,50	100,0		38,5	46,1	35,4

Adatok forrása: Berkshire Hathaway 1997. évi jelentés.

S&P 500 hozama: 33,35%

\* A piaci hozam (S&P 500) a portfólió 84%-át helyettesíti.



## B) FÜGGELÉK

Az 1200 vállalat, amelyet képzeletbeli fókuszstratégiával kialakított portfóliók készítése céljából nyomon követtünk, biztosította a vállalatok működési nyeresége és a részvényárfolyam közti korreláció méréséhez szükséges adatokat is. A Compustat adatbázist használtuk, minden olyan vállalat adatait feldolgoztuk, amelynek a teljes tizennyolc éves időszakra (1979–1996) szerepelt az egy részvényre jutó nyereség (earning per share, EPS) és az árfolyam értéke. A naptári évre vonatkozó záróárat használtuk, és teljesen felhígított EPS-t, a rendkívüli tételeket kihagyva. Ezek után vettük az így kapott 1200 vállalatot, és kiszámítottuk a kiválasztott időszakra az EPS növekményét (az EPS meredeksége osztva a szórásnégyzettel) és az árfolyamnövekményt (mértani átlagot használva). Ezután Excelben ábrázoltuk az EPS növekményét az árfolyamnövekmény függvényében, és kiszámítottuk a trendet és a korrelációt. Az 1–5. táblázatokban ezeket a korrelációkat tüntettük fel öt különböző időszakra: három, öt, hét, tíz és tizennyolc évre.

Például az 1. táblázat a vállalataink nyeresége és árfolyama közti kapcsolatot mutatják, hároméves időszakra. Ha vesszük az 1200 cég egy részvényre jutó nyereségét 1978-tól 1980-ig, és összehasonlítjuk az árak alakulásával a rákövetkező három évben (1979–1981), akkor láthatjuk, hogy a két változó közti korreláció meglehetősen gyenge: 0,275. Ez azt jelenti, hogy az árfolyam varianciájának 27 százalékát magyarázta a nyereség varianciája.

Az 1978 és 1995 közti hároméves időszakokat tekintve láthatjuk, hogy az egy részvényre jutó nyereség és az árfolyam közti kapcsolat nem különösen erős, az alacsony 0,131 és 0,360 között ingadozik. De mi történik, ha kiterjesztjük a tartási időszakot? A 2. táblázat a nyereség és a részvényárfolyam közti

kapcsolatot mutatja, ha a részvényeket öt évig tartjuk. A korreláció növekedni fog az alacsonynak számító 0,374-től egészen 0,599-es értékig. A hétéves tartási időszak (3. táblázat) tovább növeli a korrelációs együtttható értékét 0,473-től 0,670-ig. Tíz évre vizsgálva pedig azt kapjuk (4. táblázat), hogy a korreláció értéke 0,593 és 0,695 közt változik. A tizennyolc éves időszakra (5. táblázat) kapott korreláció, 0,688 – ami már szignifikáns kapcsolatot mutat.

Vegyük észre, hogy minden táblázatban tapasztalható a relatív korrelációk csökkenése az időszak folyamán. Például a 4. táblázatban az 1979–1988-ra vonatkozó 0,688-es érték 1987–1996-ra 0,598-re csökken. Ezt a gyenge esést a két változó kapcsolatában nem a korreláció csökkenésének tulajdonítjuk, hanem inkább az alacsonyabb infláció és alacsonyabb kamatlábak a részvényárfolyamokra gyakorolt hatásának. 1987 óta egy tartós esés figyelhető meg mind a kamatlábakban, mind az inflációban, és ez okozta a részvények értékelésének szignifikáns emelkedését, eltekintve a nyereségek hatásától.



1. táblázat. Hároméves adatok

EPS vs. árfolyam			
EPS	Árfolyam	A vállalatok száma	Korreláció
1978–1980	1979–1981	1200	0,2758772
1979–1981	1980–1982	1200	0,2629829
1980–1982	1981–1983	1200	0,2568294
1981–1983	1982–1984	1200	0,2797025
1982–1984	1983–1985	1200	0,3529048
1983–1985	1984–1986	1200	0,3418487
1984–1986	1985–1987	1200	0,3460620
1985–1987	1986–1988	1200	0,2906888
1986–1988	1987–1989	1200	0,2312670
1987–1989	1988–1990	1200	0,3606748
1988–1990	1989–1991	1200	0,1694468
1989–1991	1990–1992	1200	0,1315295
1990–1992	1991–1993	1200	0,1577973
1991–1993	1992–1994	1200	0,1479865
1992–1994	1993–1995	1200	0,2509980
1993–1995	1994–1996	1200	0,2634388

Megjegyzés: EPS (earning per share): egy részvényre jutó nyereség.

2. táblázat. Ötéves adatok

EPS vs. árfolyam			
EPS	Árfolyam	A vállalatok száma	Korreláció
1978–1982	1979–1983	1200	0,4338561
1979–1983	1980–1984	1200	0,5417748
1980–1984	1981–1985	1200	0,5997851
1981–1985	1982–1986	1200	0,5704438
1982–1986	1983–1987	1200	0,5862316
1983–1987	1984–1988	1200	0,5683841
1984–1988	1985–1989	1200	0,5074871
1985–1989	1986–1990	1200	0,4973158
1986–1990	1987–1991	1200	0,5093590
1987–1991	1988–1992	1200	0,5467952
1988–1992	1989–1993	1200	0,4038872
1989–1993	1990–1994	1200	0,3861604
1990–1994	1991–1995	1200	0,3751835
1991–1995	1992–1996	1200	0,3747853

Megjegyzés: EPS (earning per share): egy részvényre jutó nyereség.



3. táblázat. Hétéves adatok

EPS vs. árfolyam			
EPS	Árfolyam	A vállalatok száma	Korreláció
1978–1984	1979–1985	1200	0,6241161
1979–1985	1980–1986	1200	0,6705901
1980–1986	1981–1987	1200	0,6508436
1981–1987	1982–1988	1200	0,6026558
1982–1988	1983–1989	1200	0,5925778
1983–1989	1984–1990	1200	0,5988441
1984–1990	1985–1991	1200	0,6302446
1985–1991	1986–1992	1200	0,6035084
1986–1992	1987–1993	1200	0,5340913
1987–1993	1988–1994	1200	0,5583143
1988–1994	1989–1995	1200	0,4820943
1989–1995	1990–1996	1200	0,4737507

Megjegyzés: EPS (earning per share): egy részvényre jutó nyereség.

4. táblázat. Tízéves adatok

EPS vs. árfolyam			
EPS	Árfolyam	A vállalatok száma	Korreláció
1978–1987	1979–1988	1200	0,6886247
1979–1988	1980–1989	1200	0,6954808
1980–1989	1981–1990	1200	0,6695781
1981–1990	1982–1991	1200	0,6743078
1982–1991	1983–1992	1200	0,6803716
1983–1992	1984–1993	1200	0,6229406
1984–1993	1985–1994	1200	0,5950414
1985–1994	1986–1995	1200	0,5938911
1986–1995	1987–1996	1200	0,5982626

Megjegyzés: EPS (earning per share): egy részvényre jutó nyereség.

5. táblázat. Tizennyolcéves adatok

EPS vs. árfolyam			
EPS	Árfolyam	A vállalatok száma	Korreláció
1978–1995	1979–1996	1200	0,6889752

Megjegyzés: EPS (earning per share): egy részvényre jutó nyereség.



## Köszönetnyilvánítás

Tizenöt éve tanulmányozom Warren Buffett tevékenységét. Ez alatt alkalmam nyílt megfigyelni a történelem egyik legnagyobb befektetőjét. Szintén alkalmam nyílt tehetséges emberekkel együtt dolgozni, és kicserélni gondolatainkat, akik a maguk módján nemcsak jobb íróvá és jobb befektetővé, hanem értékesebb emberré is tettek.

Mindenekelőtt Warren Buffettnak szeretnék köszönetet mondani tanításáért, és hogy rendelkezésemre bocsátotta szerzői joggal védett anyagait. Lehetetlen bármit is hozzátenni ahhoz, amit Mr. Buffett már elmondott. E könyv olvasói szerencsések, mert másodosztályú átfogalmazások helyett saját szavait olvashatják.

Charlie Mungert szintén köszönet illeti. A *Warren Buffett-módszerben* nem hangsúlyoztam kellőképpen jelentőségét, nemcsak a Berkshire Hathaway, hanem leckéi szempontjából, melyekből a világ igen sok befektetője okulhatott. A világ bölcsébe válásához szükséges „modellek komplex alkalmazása” megközelítésnek a klasszikusok közt van a helye.

Különös hálával tartozunk az *Outstanding Investor Digest*-nek. Az *Outstanding Investor Digest* egy különleges kiadvány, mely lehetőséget nyújt az embereknek arra, hogy az ország legkiválóbb befektetéskezelőinek legjobb gondolatairól olvassanak. Ezen kívül beszámol a Berkshire Hathaway éves közgyűléséről csakúgy, mint Warren Buffett és Charlie Munger esetenkénti előadásairól. Jelen könyvben számos idézet szerepel engedélyükkel. Az idézetek első kézből nyújtanak bepillantást a fókuszált befektetésbe és a befektetés pszichológiájába. Ha eddig nem volt alkalma olvasni a kiadványt, tekintse meg a [www.oid.com](http://www.oid.com) honlapot, vagy hívja fel őket a 212-925-3885-ös számon. Azt hiszem, nem fog csalódni.

Szintén köszönet illeti Andrew Kilpatrickot, az *Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett* című könyv szerzőjét. Ha bármikor fel kell frissíteni emlékezetemet Buffett-tal



vagy a Berkshire Hathaway-jel kapcsolatban, Andy könyvéhez fordulok. Megítélésem szerint ő a Berkshire Hathaway hivatalos krónikása.

Többen áldozták értékes idejüket arra, hogy elolvasták a kéziratomat, és tanácsokat adtak. Szeretnék köszönetet mondani Bill Ruane-nek, Lou Simpsonnak, Phil Fishernek, Bob Colemannek, Tom Russonak és Michael Mauboussinnek.

Sokan mások szakértő véleményt adtak a könyv egyes részeiről. Sokat köszönhetek Ajit Jainnak a Berkshire Hathaway-tól és Alice Schroedernek a Paine Webbertől; mindketten hozzájárultak, hogy alaposabban megértsem a szuperkatasztrófák elleni-biztosításokat. Dr. Ed Thorp és Michael Levitan pedig türelmesen tanítottak a statisztikai valószínűség-számításra.

Abban a szerencsében részesültem, hogy együtt dolgozhattam Dr. Joan Lamm-Tennanttel, a General Re elnökhelyettesével, mivel mindketten behatóan tanulmányoztuk a fókuszált befektetés fogalmát. Hasonlóan köszönet illeti Pat Shunkt a számítógép-programozásban nyújtott segítségéért.

Különös hálával tartozom William H. Miller III.-nak, a Legg Mason Fund Advisor elnökének és a Legg Mason Value Trust portfóliókezelőjének. Billt sok éve barátomnak és szellemi vezetőmnek tudhatom. Az olvasók közül sokan tudják, hogy *A Warren Buffett- módszer* megírásakor is segítségemre volt. Ez alkalommal még inkább nagylelkű szorgalommal olvasta el a kézirat minden oldalát, és értékes tanácsokat adott. Ami különösen izgalmas számomra, hogy Bill már nemcsak egy barát vagy tanító, hanem munkatárs is.

A Legg Mason Fund Advisornál mindenki tárt karokkal és határtalan támogatással fogadta a Focus Capitalt. Külön köszönettel tartozunk Nancy Denninnek, Lisa Rapuanonak, David Nelsonnak, Ernie Kiehne-nek, Kyle Leggnek, Mary Chris Gaynek, Jay Leopoldnak, Randy Befumonak, Chip Colemannek, Michael Raynek, Burr Burkernek, Darlene Orange-nak, Corinne Ratliffnek, Cassandra Greennek és Jennifer Murphynek.

A Legg Mason Focus Capitalnél szeretnék köszönetet mondani Tracy Haslettnak a kézirat előkészítésében nyújtott segítségéért és Cathy Coladonatonek, aki keményen dolgozik azért, hogy cégünk gördülékenyen működjön. Külön köszönet Ericka

Merluzzinak, a kutatási asszisztensemnek. Ericka kutatásai és adatgyűjtései mindig első osztályúak voltak. Munkáját a Focus Capitalnél nem lehet elég nagyra értékelni.

A kapcsolatom a John Wiley & Sons céggel kitűnő. Szeretnék köszönetet mondani kiadómnak és barátomnak, Myles Thompsonnak folyamatos támogatásáért. Szintén köszönet Jennifer Pincott társszerkesztőnek; Mary Daniello vezető szerkesztőnek; valamint Nancy Marcus Landnek és Maryan Malone-nak a Publications Development Companytól szerkesztési szakértelmükért.

Nagyon hálás vagyok Laurie Harpernek a Sebastian Literary Agencytól. Laurie tökéletes ügynök. FÜRGE és kitartó a munka minden területén, mindig tisztességesen jár el. Egyszóval: kiváló.

Szeretném kifejezni mélységes nagyrabecsülésemet társszerzőm, a portlandi (Oregon) Maggie Stuckey iránt. Ez a harmadik könyv, amit közösen írtunk, és őszintén állíthatom, hogy nélküle számtalan alkalommal feladtam volna. Maggie-nek különleges képessége van arra, hogy szorosan kapcsolódjon a munkához, amit elkezdtem. Valahogyan beférkőzik az agyamba, és hamarabb tudja, hogy mit akarok mondani, mint én, és abban is segít, hogy jobban fejezzem ki magam. Maggie Stuckey a legjobb a szakmában, és szerencsésnek mondhatom magam, hogy tehetségével engem tüntet ki.

Sok mindenki szentelte tehát idejét és figyelmét erre a könyvre. Mindazért, ami helyénvaló ebben a könyvben, köszönettel tartozom nekik. Minden hibáért és mindennemű hiányosságért egyedül én vagyok a felelős.

Bármely író, aki egyben férj és apa is, tudja, milyen áldozatot kell hoznia a családnak ahhoz, hogy egy könyv megszülessen. Hányszor kellett azt mondanom fiaimnak, Robertnak és Johnnak, hogy nem játszhatok velük – most végre lelkesen mondhatok IGENT. Sokszor a lányomra kellett hagyatkoznom, hogy segítsen a ház körül: Kim, végre föllélegezhetsz. Gyönyörű Maggie-m, aki soha nem panaszkodtál, mikor kétszeres terhet vittél a válladon, újra itt vagyok, és imádlak téged!

R.G.H.



## A, Á

Abegg, Gene 127  
 Adók 85–89, 195  
 Agytröszt, *Lásd* Santa Fe Intézet  
 Aktív *kontra* passzív portfólió-kezelés 13–16 *Lásd még* Index-alapba történő befektetés  
 Alacsony kamatláb (Mit tenne Buffett?) 94  
 Alacsony részvényárfolyam (tényezőmodell) 177–179  
 Alapelvek, Buffett a természetükről 91  
 Államkötvények és az előrejelzés szakmai tapasztalatai 170  
 American Express 21, 31, 112, 218–221  
 America Online (AOL) 105–107, 112  
 Anomália 204  
 Angol Piac 49  
 Anyagi jólét és kockázatvállalás 160  
 Anyagias életbölcsség 25, 149  
 AOL, *Lásd* America Online  
 Arbitrázs, kockázat-~ 122–124  
 Árfolyamalapú modell (*kontra* gazdálkodásalapú) 72–73, 78, 196  
 Árfolyam-ingadozás 22–24, 51–54, 95–97, 134–135, 164, 196  
 Árfolyam *vagy* érték (két különböző és független változó) 105  
 Árfolyamnyereség után fizetendő adó 85–90  
 Árfolyam/nyereség arány (tényezőmodell) 177  
 Arnott, Amy 103  
 Arnott, Robert 86–89  
 Árrövidlítés 71, 153–154  
 Arrow, Kenneth 174  
 Arthur, Brian 172, 175, 181, 187  
 Aszimmetrikus veszteségkerülés 155  
 Átlag, az ~hoz tartás 187  
 Átlagos *kontra* átlag fölötti hozamok

fokuszált befektetés: átlag fölötti mint cél 16, 23  
 index-alapba történő befektetés: átlagos mint cél 14–15  
 modern portfólióelmélet: átlagos mint cél 41  
 Átvilágított nyereség 80–81, 89, 196

## B

Babcock, Guilford 25  
 Banki üzletág 125  
 Baseball párhuzamok:  
 „hol vannak a 0,4-es ütőjátékosok?” 191–210  
 „várjunk a nagy dobásra” 199–200  
 Bayes, Thomas 118  
 Bayesi elemzés 119–120, 122, 138–139  
 Bayesi következtetés 120, 197  
 Befektetés  
 egy komplex világban 182–187  
 fokuszált (*lásd* Fokuszált befektetés)  
 „igazi befektetőhöz méltó hozzáállás” 143, (*lásd még* A befektetés pszichológiája)  
 indexbe történő (*lásd* Indexbe történő befektetés)  
*vagy* spekuláció 202–205  
 matematikája (*lásd* Matematika)  
 portfólió (*lásd* Modern portfólióelmélet; Portfólió)  
 teljesítménymérés 71–91  
 tőzsde (*lásd* Piac, értékpapír)  
 Befektetési alap(ok):  
 és az adók 86–87  
 és az árfolyamalapú, rövid távú gondolkodás 71–72  
 az elnevezések valóságtartalmának problémája 104  
 az első fokuszált ~ 54

kettős mércéje 72–73  
 a teljesítmény tudományos vizsgálata 77–78  
 Belső/külső irányítottágú (személyiségjegyek és kockázattűrés) 158–163  
 Belső érték 30, 39, 48, 59, 92, 94, 101, 199  
 Bevételek 101  
 Bevett szokások (a menedzserek el-lenszegülése a ~kal szemben) 17, 97, 98  
 Bizonytalan kimenetelű helyzet 162–163  
 Bizonytalanság 89, 107, 114, 185, *lásd még* Kockázat  
 Biztonsági felár 82, 93, 94, 111, 131, 140, 147  
 Berkshire Hathaway 27, 65–68, 90, 208, 209  
 és az American Express 21, 31, 112, 218–221  
 belső mérce 97  
 biztosítási üzlet 115, 132–135  
 és Coca-Cola, 124–127 (*lásd még* Coca-Cola)  
 éves beszámolók/közgyűlések (világos és tanulságos volta) 208–209  
 fix hozamú befektetések 68  
 és a GEICO Corporation 57–59, 132, 212–219  
 Jain jelentősége a siker szempontjából 133  
 könyv szerinti érték 66–68  
 leányvállalatok és egyéb, kevés szereplő kezében összpontosuló részesedések 68, 79, 96  
 Munger jelentősége a siker szempontjából 52 (*lásd még* Munger, Charles)  
 részvényesek és fokuszált befektetés 147, 201  
 részvényportfólió 66–68, 192, 211–221  
 technológiai vállalatok (nincsenek) 108  
 textilvállalat 30–31  
 és a Washington Post Company 38  
 és a Wells Fargo & Company 124–127, 214–221  
 Bernstein, Peter 35, 37, 89, 118, 119, 194, 195  
 Bernstein, Richard 180  
 Béta 35, 38, 47, 177, 179  
 Beyer, Andrew 136  
 Bridzs 115, 197–198  
 Brown, Stephen 78  
 Buffett, Warren  
 az 1973–1974-es piaci visszaesés és recesszió után 29, 38  
 az „abszurd” piaci árfolyamokról 71  
 apja 29, 30  
 és a Berkshire Hathaway 27  
 beszéde: „Graham- és Dodd-falva szuperbefektetői” (1984) 46, 74,  
 és a bizonytalanság 110  
 bridzsjátékos 115, 197–198  
 a diverzifikációról 40–41, 194–195  
 az előrejelzésről 161–162, 188–189  
 elvei 17, 24, 91  
 franchise tényezők/modell 111  
 a hatékony piacok elméletéről 41–43  
 háttér/tanulmányi 29–31  
 és időtartam 78–79  
 az index-alapba történő befektetésről 13–15  
 és a magatartás-tudományi pénzügyek 163, 164  
 a másoktól való tanulásról 208–209  
 a matematikáról/számokról 115–117  
 a mérésről 79, 82–83, 92  
 a modern portfólióelméletéről 38  
 és Munger 23, 25, 52, 59, 60 (*lásd még* Munger, Charles)  
 a nagy dobásra várásról 199  
 a növekedésről/értékről 100–102



a részvények számáról (tíznel nem több) 20  
sikere 26, 41, 43, 47, 192, 193, 203, 204  
és Simpson 57 (lásd még Simpson, Lou)  
a spekulációról 205  
személyiségjegyek 11–12, 21  
szerszámotaskája 16, 91–114  
tanácsa a semmit nem tudó befektetőnek 15–16, 193  
tanácsa a valamit tudó befektetőnek 18  
az üzletember *kontra* befektető kérdéséről 197  
vállalatok kiválasztásának módja 16–17, 39  
és a viselkedés- (v. magatartás-) minták 188  
a zökkenők elviselésének mestere 23  
Buffett Falk & Company (apja cége) 30  
Buffett Társaság (50-es és 60-as évek) 20–21, 30, 51–52, 75, 76  
Buffett-falva szuperbefektetői 45–70, 74–76  
rövid távú teljesítmény *kontra* hosszú távú teljesítmény 74–76

## C, Cs

Capital Cities/ABC Inc. 83, 212–219  
Carhart, Mark 78  
Casti, John 182  
Chase 106  
Chernow, Ron 208  
Chest Fund, King's College, Cambridge 48–51, 75  
Citicorp 184  
CNBC 103  
Coca-Cola 40, 67, 81, 93–94, 97, 112, 124, 127, 142, 212–221  
részvényvásárlás kockázata és idő-táv 40  
Columbia Business School 30, 46  
Graham értékpapír-c elemzés órája 45–48, 112, 113, 182, 183

*Commercial and Financial Chronicle* 57  
Compaq 184–185  
Compustat adatbázis, törzsrészvény-hozamokra 60, 222  
Cowan, George 173  
Cramer, Jim 104–107  
Credit Suisse First Boston 112  
Cuniff, Rick 54–55  
Cserélődési sebesség (lásd még forgási sebesség) 21, 149, 195  
és az adók 88–90

## D

Davidson, Lorimer 57  
De Méré, Chavalier 118  
Délkelet-ázsiai piacok 199  
Dell Computer 104–107, 112, 185  
Determinizmus 171  
Dewey, John 102  
Diszkontráta/osztalékjelenérték-modell 86–94, 177, 179  
Diverzifikáció 14, 15, 19, 31–33, 68, 194–196  
Dodd, David L. 45–48, 74  
Domináns tényező 34  
Dow Jones Ipari Átlag 31, 51, 52, 63, 188, 199  
Döntésifa-elmélet 118, 119, 120, 138, 141  
Dzsungel élőhely 184

## E, É

Egészségügyi iparág az S&P 500-ban 185  
Egy részvényre jutó nyereség (EPS) lásd Nyereség.  
Egyedi kockázat 35  
Egyéni nyugdíjszámla (Individual Retirement Account, IRA) 85  
Egyensúly és diverzifikáció (lásd Diverzifikáció)  
egyensúlyi helyzet és klasszikus közgazdasági elmélet 170

kiegyensúlyozott, Keynes irányelvei 48–49  
Egyensúlyi rendszerek 170–175  
Einstein 203  
El Farol probléma 175–180, 181, 182  
Elemző *kontra* portfóliókezelő hivatás 55  
Elemzői vélemények változása (tényezőmodell) 177  
Életkor és kockázatvállalás 160  
Elhanyagolt részvények (tényezőmodell) 177, 179  
Ellis, Charles 205–206  
Elméleti nyilvántartás 156–157  
Előrejelzés 14, 167–170, 183, 199  
Elvek (üzleti/pénzügyi/menedzsment/piaci) 17, 92–94, 139  
Elvonatkoztatás (és pszichológiai tényezők) 145–146  
Emberi tényező 145.  
Lásd még A befektetés pszichológiája  
Emerson, Henry 208  
Érték  
belső 30, 39, 47, 48, 59, 92, 94, 103, 199  
hozzáadott (gazdasági hozzáadott érték, EVA) 95–97  
*kontra* árfolyam 43, 105  
*kontra* növekedés 91, 100–102, 104–108  
könyv szerinti 65, 66, 102  
a nem realizált tőkenyereség ~e 86, 89, 195  
Értékbe fektetés 100  
nincs ilyen irányú tendencia 69  
és rövid távú teljesítmény 74  
Értékek 206–208  
Értékelés  
és átvilágított nyereség 80–81  
kötvényeké 92–93  
leegyszerűsített módszerek 94  
a menedzsment ~e 97–100  
történelmi módszerek 185–186  
vállalatoké 92–94

Értékpapír-c elemzés (Graham és Dodd) 46, 49, 69, 112–113, 146–147  
Értékpapír-hitelszámla 131  
Értelmetlen piaci árak 71  
Érzelmek 141 Lásd még A befektetés pszichológiája  
Esélyek 135–136, 140, 199–200 Lásd még Valószínűség-számítás  
EVA Lásd Hozzáadott gazdasági érték (EVA) megközelítés  
Éves jelentés 67, 99, 203–209

## F

„Forró kezek” jelenség 78  
Fama, Eugene 36–37, 102  
Federal Home Loan Mortgage 81, 212–221  
Federal Reserve 116  
Federal Trade Commission 123  
Fejben könyvelés Lásd Elméleti nyilvántartás  
Felhalmozódás 87  
Félreárazott értékpapírok 106  
Fermat, Pierre de 115, 117, 118  
Ferrari használati utasítás (párhuzam: útmutató a fókuszált befektetés-hez) 201  
Feynman, Richard 116  
Fisher, Ken 10, 20  
Fisher, Philip 19–20, 44, 193, 204, 209  
Focus Trust Lásd Legg Mason Focus Trust  
Fókuszált befektetés 11–27  
és aprólékosan felépített modellek 26  
és árfolyam-ingadozás 22–24  
a befektetések mérete 194–195  
és a befektetés pszichológiája 145–165, 198  
Buffett-falva szuperbefektetői 45–70  
cél: átlagfölbőlő hozam 15, 22  
iránti csekély érdeklődés 69  
definíció 12, 24  
egyszerűsége 12, 24  
elvek 17, 92–94, 139



figyelmeztetések a ~hez (a fókusz-befektető felelőssége) 201–202  
 gazdálkodásalapú *kontra* árfolyam-alapú modell 196  
 hosszú távú filozófia (és időtar-tam) 21–22, 24, 201  
 a hozzá szükséges alkat/személyi-ség 201  
 kitűnő vállalatokat találni 16–18, 24  
*kontra* piac (sokkal magasabb az alacsonyabb/magasabb telje-sítmény esélye) 61–62  
 kutatás, laboratóriumi statisztikai sokaság 60–64, 76, 79–80, 222–227  
 a legnagyobb téteket a legmaga-sabb valószínűségű események-re 20–21, 24, 67  
 és matematika 115–143 (*lásd még* Matematika)  
 és piaci előrejelzés 199 (*lásd még* Előrejelzés)  
 sikeressége 193–200  
 szkeptikusok 59–60, 61–62  
 a széles körű diverzifikáción és magas forgási sebességen ala-puló megközelítés ellentéte 21  
 szerszámos táskák 91–114  
 és a teljesítmény alapos vizsgálá-tának felelőssége 77  
 és teljesítménymérés 196  
 és tőkeáttétel 201  
 úgy gondolni a részvényekre, mint vállalkozásokra 193  
 vállalatok száma 18–19  
 és valószínűségek 197 (*lásd még* Va-lószínűség-számítás) és a Wall Street 202–205  
 Forgási sebesség (*lásd még* cserélődési sebesség) 21, 149, 195  
 Földrengés kockázata 125, 133–134  
 Franchise-tényezők 110–112  
 Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage) 80–81, 212–221  
 Futamidő (tényezőmodell) 179

## G, Gy

GAAP (Általánosan Elfogadott Szám-viteli Elvek) 81  
 Ganett Co., Inc. 218  
 Gates, Bill 109  
 Gazdálkodás alapú *kontra* árfolyam-alapú modell 196  
 Gazdaság, három fontos jellegzetessé-ge 174–175  
 Gazdasági viszonyítási alapok 14, 24, 77–80  
 és a fókuszált befektetés 196  
 személyes 82–83  
 GEICO Corporation 57–60, 132, 212–219  
 General Dynamics 216, 217  
 General Motors 106–107  
 General Re Corporation 132  
 Gillette Company 81, 112, 215–221  
 Gleick, James 186  
 Goizuetta, Roberto 127  
 Gondolati modellek 113, 183  
 Gould, Stephen Jay 191–192  
 Graham, Benjamin:  
 a befektetés pszichológiája 81, 112, 146–148  
 és Buffett 30–31, 34–35, 209  
 a columbiai osztály 45–47, 112–113, 182–183  
 Értékpapír-clemzés (Graham és Dodd: Security Analysis, 1934) 46, 49, 112–113, 146 és a GEICO 57  
 és a kockázatarbitrázs 122–123  
 munkái 182–183  
 a piac mint szavazógép 80  
 a spekulációról 205–206  
 és a tőkeáttétel 130–131  
 „Graham- és Dodd-falva szuperbefek-tetői” beszéd 46, 74  
 Graham-Newman Társaság 30, 51  
 Green, Justin 159  
 Greenspan, Alan 152  
 Greenwich Partners 205  
 Grove, Andy 109  
 Gyakorisági eloszlás 121, 122, 137–139

## H

Haszonkulcs 17, 98  
 Hatékony portfólió („maga a részvény-piac”) 26  
 Hatékonyági határ 32, 35  
 Hatékonyág, piacoké 36–37, 46–47, 105, 145–146, 151, 171, 192  
 Buffett a hatékonyságról 41–42, 100–101, 199  
 Hendricks, Darryl 78  
 Hitel és sajáttőke aránya (tényezőmo-dell) 177, 178, 179  
 Hitel, költsége 95  
 Holland, John 181  
 Homokhalom és lavina párhuzam 186–187  
 Hornsby, Rogers 191  
 Hosszú távú megközelítés 83–89, 105, 130  
 és adózás utáni hozamok 85–89  
 és csökkentett tranzakciós költsé-gek 84–85  
 Hozam és kockázat, elválaszthatatlan összekapcsolódása (Markowitz) 32  
 Hozam, átlagos/átlag fölötti. *Lásd* Át-lagos *kontra* átlag fölötti hozamok  
 Hozzáadott gazdasági érték (EVA) megközelítés 95–97  
 Hurrikán kockázata 132–133  
 Huszonegy 20, 128, 130

## I

IBM 54, 133  
 Időhorizont 21, 40, 60–65, 79–80, 130–131, 155, 198, 201  
 lajhárszerű megközelítés 83–89  
 és a nyereség, valamint az árfo-lyam közti korreláció 79, 2224–227  
 a teknős és a nyúl 74–78  
 és türelem 48  
 és a valószínűségek szubjektív in-terpretációja 123  
 Illinois National Bank and Trust Company 125

Index-alapba történő befektetés 13–18, 21, 86, 89, 195, 206  
 Ingadozás, árfolyamé 22–24, 50–54, 57–59, 134–135, 164, 196  
 Ingadozás mérése 35 *Lásd még* Béta  
 Intel 110  
 Interdiszplináris megközelítés *Lásd* (a befektetés) Multidiszciplínáris megközelítése  
 Irányítás, személyes ~ és kockázat-vállalási hajlam 160, 161  
 Irracionális és túlzott növekedés 153

## J

Jain, Ajit 133  
 James, William 102  
 Japán 199  
 Jeffrey, Robert 86–88  
 Johnson, George 187  
 Jordan, Michael 84  
 Jóslatok *Lásd* Előrejelzések

## K

Kahnemann, Daniel 152  
 Kamatláb-érzékenység (tényezőmodell) 177  
 Kamatmentes kölcsön (az államkincs-tártól kapott ~) 86  
 Káoszelmélet 174, 180  
 Kaszinó mentalitás 136  
 Kelly optimalizációs modell 20–21, 128–132, 138  
 Kelly, J. L. 128  
 Képzeletbeli fókusz-portfóliók 60–64, 79–80, 222–227  
 Két amerikai hivatásos baseball-liga bajnokainak döntő mérkőzése (World Series) és a valószínűség 118  
 Keynes, John Maynard 19, 24, 44, 48–50, 74–76, 134, 180, 181, 193, 204, 205  
 Chest Fund éves hozama (3.1. táblázat) 50  
 Kiadások *Lásd* Költségek/kiadások  
 Kiehne, Ernie 102



- Kiemelt fogadás 136  
 King's College befektetései 48–50, 74  
 Klasszikus közgazdasági elmélet 170–172  
 Kockázat 53, 58, 96, 118  
 ~arbitrázs 124–126  
 árfolyamalapú *kontra* gazdálkodásalapú 43  
 Buffett a ~ról 38  
 csökkentése, a fókuszált befektetés érdekében 59  
 definíciója 36  
 és diverzifikáció 15  
 elemzési eszköz 160, 161  
 és index-alapba történő befektetés 16  
 és a Kelly optimalizációs modell 131  
 matematikai definíciója 34–36  
 szisztematikus/egyedi 35, 126  
 és tudás 206, 207  
 Kockázati prémium, sajátjókéé 93  
 Kockázatmentes kamatrátá 93  
 Kockázattűrés 15, 160–166  
 és index-alapba történő befektetés 15  
 megbecsülése 160–161  
 és személyiségjegyek 162  
 és talált pénz 158  
 Komplex alkalmazkodó rendszerek 26, 167–191, 199  
 és befektetés 182–189  
 az El Farol probléma 175–182  
*kontra* klasszikus közgazdasági elmélet 170–172  
 Santa Fe Intézet (agytröszt) 172–175, 181, 184, 187–189  
 a választás fokozatai 180–182  
 viselkedésminták felismerése 187–189  
 Komplexitás 14, 173  
 Kovariancia 34, 47  
 Költség, sajátjóké *kontra* hitel 96  
 Költség, tőke~ 95–97  
 Költségek/Kiadások 14, 51, 62, 84–85  
 Könyv szerinti érték 65, 66, 67, 103  
 Könyv szerinti érték, ~hez képest alacsony ár 111  
 és árfolyam aránya 94, 177–179  
 Kötvények, rövid lejáratú államkötvények (az előrejelzés szakmai tapasztalatai) 168–170  
 Kötvényértékelés és egy vállalkozás értékelése 92–94  
 Közgazdasági modellek *Lásd Modellek*  
 Kuhn, Thomas 203–205  
 Kuponok 92–94  
 Kutatás (tudományos tanulmányok) *Lásd Tudományos tanulmányok, kutatások*  
 Kutatás (a vállalat értékelése) 55, 163–164  
 Külföld kockázata (tényezőmodell) 177, 179  
 Kínálat/kereslet 170  
 Követési hiba 88–89, 192
- L**
- Laboratóriumi fókusz-portfóliók, tudományos kutatás 60–64, 76, 79–80, 222–227  
 Lajhászerű megközelítés 83–89  
 Lavina párhuzam 186–187  
 Legg Mason Focus Trust  
 Legg Mason Value Trust 102–103, 105  
 Lehetőség *kontra* veszteség 38  
 Lewontin, Richard 172  
 Lóverseny párhuzam 135–136  
 Lucent 104  
 Lynch, Peter 112
- M**
- Magatartásmodellek 26–27  
 Magatartás-tudományi pénzügyek 23, 146, 151–157, 163. *Lásd még* A befektetés pszichológiája  
 fejben könyvelés 156–157  
 kockázatkerülés 154–152  
 túlreagálási hajlam 153–154  
 túlzott önbizalom 151–152  
 Makacsság 77, 78

- Makroökonómiai elmélet 154  
 Malkiel, Burton 77  
 Mandelbrot, Benoit 36  
 Markowitz, Harry 31–36, 102  
 Marshall, Alfred 172  
 Másoktól tanulni 208–209  
 Matematika 18, 117, 140, 197, 202  
 a számok bővületében 140–141  
 „új gondolkozásmód” 136–139  
 és vállalatok értékelése 92  
 Mauboussin, Michael 112, 113, 172, 182, 186  
 Maxwell, James Clerk 171  
 McDonald's Corporation 220  
 McKinsey Consulting 133  
 Menedzsment elvek 97–100, tippek a menedzsment értékelésére 99  
 Méret (tényezőmodell) 177  
 Méret, a befektetés ~e, növekvő 194–195  
 Méret, a portfólió ~e és valószínűségek 65, 129. *Lásd még* Valószínűség-számítás  
 Merrill Lynch 177  
 Intézményi Tényező Felmérés 177–180  
 Microsoft 104, 105, 109, 112  
 Miller, William H., III, 97–108, 110–112, 183–184, 185, 187  
 Mindennapos fogadás 136  
 Minimális megtérülés 96  
 Miópi (rövidlátás), ár/befektető 71, 153–154  
 Modell(ek):  
 gazdálkodásalapú *kontra* árfolyamalapú 197  
 gondolati 184  
 klasszikus közgazdasági elmélet 170–175  
 komplex alkalmazkodó rendszerek ~jei 26, 167–190  
 Merrill Lynch Intézményi Tényező Felmérés 177–180  
 ~ komplex alkalmazása 24–27, 150, 168  
 Modern pénzügyi elmélet 29–44, 115  
 Fama, Eugene 36–37, 102  
 Markowitz, Harry 32–36, 102  
 Sharpe, Bill 34–36, 102  
 Modern portfólióelmélet 29–44, 46  
 és az 1973–1974-es piaci visszaesés 29, 37  
 „átlagos”, mint cél 41  
 Buffett a ~ról 38  
 és diverzifikáció 38 (*lásd még* Diverzifikáció)  
 és az emberi viselkedés 141  
 és hatékony piacok 38 (*lásd még* Hatékonyság, piacoké)  
 hosszú történet és mély kultúra 43–44  
 és kockázat 38 (*lásd még* Kockázat)  
*kontra* fókuszált befektetés 40, 44–45  
 (*lásd még* Fókuszált befektetés)  
 a ~ elemei 35–36, 39  
 Modern tudomány 171  
 Morningstar 72, 85, 102, 103  
 Mr. Piac 82, 84, 112, 147–151  
 Multidiszciplináris megközelítés, befektetéshez 26, 112, 182  
 modellek komplex alkalmazása 24–27, 150, 167,  
 Munger, Charles  
 a Berkshire Hathawayról 27  
 és Buffett 22–23, 26  
 Buffett-falva szuperbefektetői 45, 48, 52–54, 60, 74, 75, 193  
 a fókuszált befektetés Wall Streeten történő figyelmen kívül hagyásáról 202–204  
 és magatartás-tudományi pénzügyek és a tévítéletek pszichológiája 145, 149, 163–164, 198–199  
 másoktól tanulni 208–209  
 és matematika/valószínűség-számítás 115, 117, 120, 134–136, 142, 197  
 modellek komplex alkalmazása 24–27, 168  
 ~ Társaság (szakmai múltja) 52–54, 76



a növekedésről és értékről („fecse-  
gés” idézet) 101  
a technológiáról 109  
a teljesítményrészről 82–83, 88–89  
Murphy, Tom 82  
Működési eredmény *kontra* árfolyam  
jegyzés 79

## N, Ny

National Indemnity Company 132,  
133  
Negyedéves rangsorolás, közétett 73  
401 (k) terv 151  
Nem realizált tőkenyereség értéke 86,  
89, 195  
Nemek és kockázatvállalás 160  
Nemzeti katasztrófák (és kockázat)  
125–126  
Nemzeti össztermék (GNP) 34  
New York-i Értéktőzsde 154  
Nocera, Joseph 72–73  
Növekedés *kontra* érték vita 91, 100–  
102, 104–107  
Nyereség, átvilágított 80–81, 89, 196  
Nyereség bizonytalansága (tényező-  
modell) 177  
Nyereség, egy részvényre jutó (EPS):  
*kontra* árfolyam és időtáv (B füg-  
gelék) 222–227  
rendkívüli (tényezőmodell) 177–179  
stabilitása (tényezőmodell) 177–179  
Torpedó (tényezőmodell) 179  
változékonysága (tényezőmodell)  
177, 179  
Nyereség-előrejelzések szóródása (té-  
nyezőmodell) 177, 179  
Nyereség, felülvizsgált (tényezőmo-  
dell) 177–179  
Nyereség és a részvényárfolyam kap-  
csolata 79, 80, 222–227

## O

Odean, Terrance 149  
Olcsóság, könyvszerinti értékhez ké-  
pest 111

Optimális növekedési stratégia 129  
Optimalizálás. *Lásd* Kelly optimalizá-  
ciós modell  
Orángután párhuzam 204  
Oroszország 199  
Osztalékhozam 177, 179  
Osztalékjelenérték-modell 93, 177, 179

## Ö

Összeolvadások és felvásárlások, vál-  
lati (és valószínűség-számítás)  
123  
Összeomlás, 1929-es 19, 29, 45  
Összeomlás, 1987-es 158  
Öt évre előre vetített nyereségnöve-  
kedés (tényezőmodell) 177–179

## P

Paradigmaváltás 203–205  
Pascal, Blaise 115, 117, 118, 182, 198  
Passzív megközelítés 13. *Lásd még*  
Index-alapba történő befektetés  
Patel, Jayendu 78  
Pénz, változó megítélése (fejben köny-  
velés) 156–157  
Pénzáramlás 102, 103, 111  
Pénzfeldobó verseny párhuzam 46  
Pénzügyek, modern. *Lásd* Modern  
pénzügyi elmélet  
Pénzügyi elvek 17, 95–97  
Pénzügyi iparág az S&P 500-ban 185  
Pénzügyi publikációk előtt megszo-  
kott rövid ismertető 103  
Philips, Don 72  
Piac, értékpapír~  
az 1973–1974-es piaci visszaesés és  
recesszió 29–30, 37  
az 1929-es összeomlás 19, 29, 45  
az 1987-es összeomlás 158  
elemzés *kontra* előrejelzés 183  
a fellendülés és a hanyatlás kriti-  
kus pontjai 189  
definíciója: „az összes részvénnel  
kereskedő szereplő döntései-  
nek halmaza” 146

hatékonyság 32, 35, 36–37, 42, 45–46,  
106, 145–146, 150, 192, 199  
komplexitása, alkalmazkodóképes-  
sége 167–185  
megjósolhatatlanság 188–189  
Piachoz viszonyított mércék 94  
Piaci elvek 17, 92–94  
hogyan értékeljünk egy vállalko-  
zást 92–94  
Piaci érték/bevétel aránya (tényező-  
modell) 177–179  
Piaci érték/könyv szerinti érték arány  
(tényezőmodell) 93, 177–179  
Piaci érték/pénzáramlás arány (ténye-  
zőmodell) 177–179  
Piaci időzítés 49  
Piaci index 34 *Lásd még* Index-alapba  
történő befektetés; Standard &  
Poor's 500 árfolyamindex (S&P  
500)  
Piaci visszaesés, 1973–1974-es recesszió  
29–30, 37  
PNC Bank Corporation 218  
Popper, Karl 171  
Portfólió  
cserélődése 195 (*lásd még* Forgási  
sebesség)  
és diverzifikáció 31–33 (*lásd még*  
Diverzifikáció)  
elmélete (*lásd még* Modern portfó-  
lióelmélet)  
hatékony („maga a részvénytőkepiac”)  
35  
kockázatosága 33 (*lásd még* Kocká-  
zat)  
mérete és valószínűségek 62 (*lásd*  
*még* Valószínűség-számítás)  
Portfóliókezelés, három választás  
aktív 13–15  
fokuszált befektetés 11 (*lásd még*  
Fokuszált befektetés)  
passzív (*lásd még* Index-alapba tör-  
ténő befektetés)  
Prigogine, Ilya 172, 175  
Pruitt, D. G. 159

Pszichológia, a befektetés ~ája 23, 42,  
71, 145–164, 198  
fejben könyvelés 156–157  
és fokuszált befektetés 163–164  
 kaszinó mentalitás 136  
kockázatvállalás 158–163  
magatartás-tudományi pénzügyek  
151–157  
Mr. Piac 81, 83, 112, 147–150  
túlreagálási hajlam 153–154  
túlzott magabiztosság 151–152  
Pszichológia, a tévítételek ~ája 150,  
157, 198  
Ptolemaiosz paradigmája 204

## R

Racionális profitmaximalizálók 36  
Racionalitás (befektetőké) 42, 71, 145  
Racionalitás (menedzsment/vezetési  
elvek) 17, 97–98  
RAND Intézet 34  
Rapuano, Lisa 110  
Reed, John 184  
Reichardt, Carl 127  
Rendszerek, komplex/egyszerű 173–  
175. *Lásd még* Komplex alkalmaz-  
kodó rendszerek modellje  
Részleges Kelly-modell 131  
Részvénykiválasztási modell 26. *Lásd*  
*még* Vállalkozás(ok)/Vállalat(ok)  
ROE *Lásd* Sajátőke-arányos nyereség  
(tényezőmodell)  
Rövid lejáratú államkötvények hoza-  
ma 188  
Rövid távú szemlélet 42, 72–74, 78,  
154, 196  
Ruane, Bill 31, 44, 48, 54–55, 59, 75, 134,  
193, 204  
Ruane, Cumiff & Company 55

## S, Sz

Sajátőke kockázati prémiuma 93  
Sajátőke-arányos nyereség (ROE) (té-  
nyezőmodell) 82, 99, 177–179  
Samuelson, Paul 36



- Santa Fe Intézet (agytröszt) 172–175, 181, 184, 187–189  
 Savitz, Eric 103  
 Sequia Fund 25, 31, 54–56  
 Shahan, V. Eugene 74  
 Shannon, Claude 128  
 Simpson, Lou 44, 48, 57–60, 74–76, 134, 193, 204  
 Spekuláció *kontra* befektetés 205–208  
 Spekulatív piac 105  
 Standard & Poor's 500-as árfolyamin-  
 dex (S&P 500) 56, 57, 67, 74–76, 83,  
 102  
*kontra* laboratóriumi fókuszált port-  
 fóliók 61–65  
 a legnagyobb vállalatok által do-  
 minált súlyozott index 61–64  
 összeállítása (történelmi) 185–187  
 viszonyítási alap az indexbe törté-  
 nő befektetéshez 14  
 Statisztikák 149. *Lásd még* Valószínű-  
 ség-számítás  
 Stavrou, Chris 116  
 Stein Rou & Farnham 57  
 Stern Stewart tanácsadó cég 95, 96  
 Super Bowl bajnokság és valószínűsé-  
 gek 121  
 Szabad pénzáramlás 103–104  
 Szavazó gép/mérleg párhuzam (a pi-  
 acra) 80  
 Személyes gazdasági mérce 82–83  
 Személyiségjegyek és kockázattűrés  
 159–163  
 Szerencse *kontra* kemény munka (sze-  
 mélyiség összetevője) 162  
 Szerencsejátékosok tönkremenése 131  
 Szerencsésnek lenni érvelés 46  
 Szerszámotáska 91–114  
 Szisztematikus kockázat 35, 125  
 Szkeptikusok 59, 62, 116  
 Szórásnégyzet 33, 51, 55, 193  
 Szubjektív interpretáció, valószínűsé-  
 geké 120–122, 124, 134  
 Szuper-katasztrófa viszontbiztosítás  
 (szuperkat) 133–135
- Szupersztárok (kiugró teljesítmények)  
 eltűnő esélye 192
- T**
- Talált pénz 156–157  
 Technológiai vállalatok 108–112, 183–  
 185  
 Teknős és a nyúl 74–78  
 Teljesítmény:  
 alternatív mércéi 14, 24, 78–80, 82–  
 83, 196  
 a befektetési alapok tanulmányo-  
 zása 77–78  
 és értékbe fektetés 74  
 figyelemmel kísérése/vizsgálata és  
 fókuszált befektetés 83  
 a kitűnők (0,4-es ütők) eltűnő esé-  
 lyei 192  
 mérése 71–90  
 negyedéves rangsorolás, közétett  
 73  
 a rövid távú értékelés helytelensé-  
 ge 42, 72–74  
 Teljesítménycentrikusság és kocká-  
 zatvállalási hajlam 160–161  
 Tényezőmodellek felmérése 177–180  
 Tétek, legnagyobbak; nagy valószínűsé-  
 gű eseményekre 18, 20–21, 24, 43, 68,  
 136, 140  
 Tévételek pszichológiája 150–151,  
 158, 198–199  
 Thaler, Richard 151–156  
*TheStreet.com* 104, 107  
 Thorp, Edward O. 128, 132  
 Tino de Angelis salátaolaj botrány 21  
 Toys „R” Us 107  
 Tőkeallokációja 98  
 Tőkeáttétel 130–131, 201  
 Tőkeköltség 95–97  
 Tőkepiaci árfolyamok modellje (CAPM)  
 35, 47, 93, 95, 96  
 Tőkésítés 67  
 Tőkével legjobban ellátott vállalatok  
 az S&P 500-ban 60, 61, 62  
 Tömeges viselkedés, előzetes megsej-  
 tése

- El Farol probléma 175–180, 181, 182  
 a választás három fokozata 180–  
 182  
 Tömegpszichológia 164. *Lásd még* A  
 befektetés pszichológiája  
 Tőzsde. *Lásd* Piac, értékpapír~  
 Travelers Group Inc. 221  
 Tudás (és kockázat/hozam/spekuláció)  
 205–208  
 Tudatlan befektető, ~nek szóló tanács  
 16, 17, 194  
*kontra* a valamicskét tudó befekte-  
 tőnek szóló tanács 18  
 Tudatlanság (a diverzifikáció, mint a  
 ~ elleni védelem) 41  
 Tudományfilozófia 171  
 Tudományos tanulmányok, kutatások:  
 agytröszt *Lásd* Santa Fe Intézet  
 befektetési alapok teljesítménye  
 77–78  
 fókuszált befektetés, laboratóriumi  
 sokaság 60–64, 76, 79–80, 222–  
 227  
 Túlicitálás 131  
 Túlreagálási hajlam 153–154  
 Túlzott magabiztosság 151–152, 159
- U**
- U. S. Trust 74
- Ü**
- Üzleti elvek 17
- V**
- A választás három fokozata 180–182  
 Vállalat teljesítménye 99  
 Vállalattulajdonos jellegű menedzser  
 gondolkozásáról, 97  
 Vállalkozás(ok)/vállalat(ok):  
 értékelése 92–94  
 kitűnő találása 16–17, 31  
 kutatása 55, 163  
 teljesítménystatisztikák 99
- úgy gondoljunk a részvényekre,  
 mint vállalkozásokra 193  
 vezetéssel/menedzsmenttel kap-  
 csolatos elvek 17, 97–100  
 Valószínűség-számítás 18, 20, 26, 117,  
 120–124, 139–140, 149, 182, 198  
 annak eldöntése, mennyit fektes-  
 sünk be 139–140  
 a befektetés mérete és a valószínű-  
 ség foka 62, 129–130  
 Buffett stílusban 122–123  
 esélyek 136–137, 140  
 gyakorisági eloszlás 124, 125, 138,  
 139  
 jó vállalatok, mint nagy valószínű-  
 ségű események 18  
 és a két amerikai hivatásos base-  
 ball-liga bajnokainak döntő mér-  
 kőzése (World Series) 118  
 és összeolvadások/vállalatfelvásár-  
 lások 123  
 és a Super Bowl bajnokság 121  
 az új információ felhasználása 139  
 valószínűségek kiszámítása 40, 137,  
 139  
 a valószínűségek szubjektív in-  
 terpretációja 120–122, 124, 134  
 valószínűségekben gondolkodás  
 141–142  
 Variancia/kovariancia 32, 33, 47  
 „Várni a nagy dobásra” 199–200  
 Versenytársakhoz viszonyított erősség  
 (tényezőmodell) 177  
 Veszteségkerülés 156–157  
 Vesztesek játéka 197  
 Vezetési hasonlat (túlzott önbizalom)  
 151–152  
 Viselkedésminták felismerése 187–189  
 Viszontbiztosító vállalatok 133  
 Viszonyítási alap, alternatív 14, 24, 78–  
 80  
 Buffett mércéje 82–83  
 és a fókuszált befektetés sikere 196  
 Viszonylagos teljesítmény játszmája  
 88  
 Visszatartott nyereség 81



**W**

Walt Disney Company 82, 219, 221

Walter Mitty hatás 159

Ward, Sandra 108

Washington Post Company 38, 81,  
212–221Wells Fargo & Company 126–129, 214–  
221

Western Asset Management 57

Western Digital 107

Williams, John Burr 92

Williams, Ted 192, 194, 199

**X**

Xerox 54

**Z**

Zeckhauser, Richard 78